

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

**OUTROS RESULTADOS ABRANGENTES E SUA RELAÇÃO COM O CUSTO DE
CAPITAL PRÓPRIO EM COMPANHIAS BRASILEIRAS NÃO FINANCEIRAS DE
CAPITAL ABERTO**

ALINE ANDRADE BARBOSA DA SILVA

CURITIBA
2016

ALINE ANDRADE BARBOSA DA SILVA

**OUTROS RESULTADOS ABRANGENTES E SUA RELAÇÃO COM O CUSTO DE
CAPITAL PRÓPRIO EM COMPANHIAS BRASILEIRAS NÃO FINANCEIRAS DE
CAPITAL ABERTO**

Dissertação apresentada como requisito parcial à obtenção do grau de Mestre em Contabilidade, no Curso de Pós-Graduação em Contabilidade, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Prof. Dr. Luciano Márcio Scherer

CURITIBA

2016

“OUTROS RESULTADOS ABRANGENTES E SUA RELAÇÃO COM O CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO EM COMPANHIAS BRASILEIRAS NÃO FINANCEIRAS DE CAPITAL ABERTO”

ESTA DISSERTAÇÃO FOI JULGADA ADEQUADA PARA A OBTENÇÃO DO TÍTULO DE **MESTRE EM CONTABILIDADE** (AREA DE CONCENTRAÇÃO: CONTABILIDADE E FINANÇAS), E APROVADA EM SUA FORMA FINAL PELO PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTABILIDADE DA UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ.



PROF. DR. ROMUALDO DOUGLAS COLAUTO
COORDENADOR DO PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM
CONTABILIDADE

APRESENTADA À COMISSÃO EXAMINADORA INTEGRADA PELOS PROFESSORES:



PROF. DR. LUCIANO MÁRCIO SCHERER
PRESIDENTE



PROF. DR. JORGE EDUARDO SCARPIN
MEMBRO



PROF.ª DR.ª ÂNGELA CRISTIANE SANTOS PÓVOA
MEMBRO



PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM
CONTABILIDADE
MESTRADO E DOUTORADO

ATA DA DEFESA DE DISSERTAÇÃO Nº 135.


Ata da Reunião Examinadora de Defesa de Dissertação apresentada pela mestranda **ALINE ANDRADE BARBOSA DA SILVA** ao Programa de Pós-Graduação em Contabilidade, Área de Concentração: Contabilidade e Finanças.

Aos dezenove dias do mês de maio de dois mil e dezesseis, às nove horas e trinta minutos, na Sala cento e nove do Departamento de Contabilidade no primeiro andar, Av. Prefeito Lothário Meissner, número seiscentos e trinta e dois, Jardim Botânico, reuniu-se a Banca Examinadora da Dissertação apresentada pela Mestranda **ALINE ANDRADE BARBOSA DA SILVA** sob o título "**OUTROS RESULTADOS ABRANGENTES E SUA RELAÇÃO COM O CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO EM COMPANHIAS BRASILEIRAS NÃO FINANCEIRAS DE CAPITAL ABERTO**". A banca foi designada pelo Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade "ad referendum" do Colegiado do Programa, e composta pelos professores: **Doutor LUCIANO MÁRCIO SCHERER (Presidente)**, **Doutor JORGE EDUARDO SCARPIN (examinador)**, **Doutora ÂNGELA CRISTIANE SANTOS PÓVOA (examinadora externa)**. Abrindo a reunião, declarou o (a) Senhor (a) Presidente, nos termos da Resolução nº 01/05/CMC, do Colegiado do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade do Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná, que o exame inicia-se com exposição sumária pelo (a) candidato (a), no prazo máximo de 60 (sessenta) minutos, sobre o conteúdo de sua Dissertação, tendo cada examinador até 30 (trinta) minutos para arguir o (a) mestrando (a) que terá igual tempo para resposta. Assim sendo, após a exposição oral, foi o (a) candidato (a) arguido (a), sucessivamente, pelos professores ÂNGELA CRISTIANE SANTOS PÓVOA, JORGE EDUARDO SCARPIN e LUCIANO MÁRCIO SCHERER. Em seguida, o (a) Senhor (a) Presidente suspendeu a sessão pública por cinco minutos, passando cada membro da Comissão Julgadora, em sessão reservada ao julgamento da dissertação. Reabrindo a sessão pública foi pelo (a) Senhor (a) Presidente anunciado o resultado do julgamento, declarando ter sido **APROVADA** a Dissertação. A seguir a sessão foi encerrada pelo (a) Senhor (a) Presidente, da qual para constar, eu, **CAMILA CAMPOS MACHNIK**, secretária, lavrei a presente Ata, que segue assinada pelos Senhores Membros da Banca Julgadora.

Curitiba, 19 de maio de 2016.


Prof. Dr. LUCIANO MÁRCIO SCHERER
Orientador


Prof. Dr. JORGE EDUARDO SCARPIN
Examinador - UFPR


Prof.ª Dr.ª ÂNGELA CRISTIANE SANTOS PÓVOA
Examinadora Externa – PUC-PR

Dedicatória

**Ao Senhor Jesus Cristo, a Pérola de
Grande Preço.**

AGRADECIMENTOS

É chegada a hora de virar a página! Parece fácil ter chegado até aqui; Deus sabe, não foi... Em menos de três meses arrumei minhas malas, sai de uma cidade interiorana lá do Nordeste para aventurar-me em um programa de pós-graduação *stricto sensu* no Sul do país. Na época, o encantamento de um sonho concretizado neutralizou qualquer tipo de medo dessa mudança radical. Mais adiante o inevitável choque de realidade aconteceu: frio, tempero, cultura, enfim, o cenário inteiro se transformou. Não fosse a convicção de o próprio Deus ter me colocado nessa circunstância, teria desistido. Com certeza a experiência e os ensinamentos dela provenientes ficarão registrados para sempre em minha memória como um período valioso de amadurecimento. Fica, assim, o aprendizado descrito por Clark de que se você encontrar um caminho sem obstáculos, provavelmente este não o levará a lado nenhum. Mas graças a Jesus Cristo, que está perto entre os que me ajudam (Salmo 118:7a), desafiei meus limites. Agradeço de coração:

A Deus, pelo governo seguro que sempre proporcionou direções específicas em tempo oportuno. Ele é meu Tudo, Braço Forte, Conselheiro, Maravilhoso, o Grande Eu Sou! Obrigada, Pai Celestial, por erguer minha cabeça em meio às lutas e dificuldades, pois bem sei que não conjugas o verbo abandonar, mas como prometeste és Auxílio Presente todos os dias até a consumação dos séculos.

À minha amada mãe, Ionê de Andrade Barbosa, verdadeira companheira de batalhas, pelas intercessões constantes próprias de seu amor incondicional, pelo qual foi capaz de mudar drasticamente sua rotina em função da minha vida neste período. Nunca esquecerei de sua lealdade expressa em todos os aspectos do termo, e que faz da senhora a minha melhor amiga! Desejo honrá-la de todas as formas possíveis até o fim.

Aos meus brilhantes avós, Antônio Paulo e Inês Barbosa, pelo amor notável ainda que distantes geograficamente durante essa fase.

Ao meu irmão do coração, Manoel, pela verdadeira amizade em Cristo e demonstração de cuidado nos momentos mais necessários.

Ao Dr. Luciano Márcio Scherer, pelo comprometimento sério com suas atividades de ensino e orientação. Agradeço imensamente pelos conhecimentos transmitidos sobre contabilidade financeira, pela excelente comunicação desenvolvida durante o

processo de orientação e, mais ainda, pela paciência e sensibilidade dispensadas diante dos percalços enfrentados na finalização do curso.

Aos membros da banca examinadora, Dr. Jorge Eduardo Scarpin e Dr^a Ângela Cristiane Santos Póvoa, por aceitarem colaborar com esta pesquisa. As sugestões dos senhores na qualificação contribuíram muito para a robustez teórica e estatística do estudo.

Aos professores do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da UFPR pelo crescimento acadêmico influenciado, em especial, Dr^a Márcia Maria dos Santos Bortolucci Espejo, Dr. Lauro Brito de Almeida e Dr. Romualdo Douglas Colauto.

Ao doutorando Cláudio Marcelo Edwards Barros, pela amizade e constante disposição em transmitir seus conhecimentos estatísticos.

Às doutorandas Joyce Tonin e Viviane Theiss pela colaboração com a ideia inicial desta pesquisa.

Aos professores do curso de Ciências Contábeis da Universidade Estadual de Santa Cruz, Almeciano Maia, Antônio Oscar Góes, Armando Dias, Danilo Jabur, Jaênes Miranda, Lino Arnulfo, Mônica Pires, Núbia Coelho e Solange Corrêa, pela colaboração efetiva que viabilizou o ingresso no mestrado em contabilidade.

Aos mestrandos e doutorandos, em especial, Daiane, Dorival, Edicléia, Everton, Neusa, Rúben, Stella e Tayrine, pelas parcerias acadêmicas que contribuíram muito com meu aprendizado.

À CAPES pelo auxílio financeiro proporcionado.

E a todos os que contribuíram direta ou indiretamente com a realização desta pesquisa, muito obrigada!

“Ando devagar porque já tive pressa
E levo esse sorriso porque já chorei demais
Hoje me sinto mais forte, mais feliz, quem sabe?
Só levo a certeza de que muito pouco eu sei
Nada sei.”

Almir Sater

RESUMO

O principal objetivo da divulgação financeira consiste em fornecer informações úteis aos usuários da informação contábil. No Brasil, mediante o pronunciamento nº 26 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis foi introduzida, a partir de 2010, a Demonstração do Resultado Abrangente (DRA). A gama teórica nessa área ainda é discreta e está em fase de construção, mas caminha no propósito de verificar a utilidade do lucro abrangente divulgado. Em vista disso, esta pesquisa se dispôs a examinar a relação entre a participação de outros resultados abrangentes no resultado abrangente total e o custo de capital próprio das companhias brasileiras não financeiras de capital aberto. A plataforma teórico-empírica foi construída com base na Teoria da Divulgação de Verrecchia (1983) e Hipótese dos Mercados Eficientes de Fama (1970). Ademais, foram pontuadas teorias subjacentes à divulgação compulsória, tais como Teoria da Sinalização, Teoria de Agência e Teoria da Necessidade de Capital. A partir de uma amostra composta por 143 empresas não financeiras, com divulgação da Demonstração do Resultado Abrangente entre 2010 e 2014, esta investigação quantitativa, descritiva e exploratória, testou a relação entre a participação de outros resultados abrangentes e o custo de capital próprio mediante dados em painel desbalanceado pelo método de efeitos fixos. Para realização do trabalho foram coletados do provedor de informações financeiras, Bloomberg™, os percentuais de custo de capital próprio estimado pelo *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), a participação percentual de outros resultados abrangentes (ORA_{t-1}/RA_{t-1}) em relação ao resultado abrangente global e as variáveis de controle selecionadas (internacionalização, endividamento, tamanho, risco sistemático e *price-to-book*). Os principais achados da pesquisa indicam que o custo de capital próprio sofre influência positiva e estatisticamente significativa da parcela relativa a outros resultados abrangentes. Tal descoberta permite refutar a hipótese de pesquisa, pois se acreditava que a variável independente, enquanto *ex ante* pudesse diminuir o Ke_{CAPM} . Ademais nota-se, em toda a janela de análise, que o lucro líquido foi o item mais relevante na composição do Resultado Abrangente Total. Verificou-se, inclusive, a conversão de demonstrações contábeis à moeda estrangeira como componente de manifestação mais expressiva na formação de outros resultados abrangentes. Face ao exposto, não se pode constatar que a divulgação de ORA, no Brasil, seja consistente à Hipótese dos Mercados Eficientes. O presente estudo, todavia, comprovou um maior custo de capital próprio para as empresas com maior divulgação de outros resultados abrangentes. Portanto, as descobertas evidenciadas pela relação funcional entre Ke_{CAPM} e ORA_{t-1}/RA_{t-1} estão alinhadas a trabalhos anteriores, como os de Cahan *et al.* (2000), Biddle e Choi (2006) e Pinheiro, Macedo e Vilamaior (2010), e comprovam a utilidade do lucro abrangente para a decisão de investimento, ainda que em direção diferente à esperada.

Palavras-chave: Outros resultados abrangentes. Teoria da Divulgação. Hipótese dos Mercados Eficientes. Custo de capital próprio.

ABSTRACT

The main objective of financial disclosure consists of providing useful information for users of accounting information. In Brazil, through the pronouncement nº 26 of the Accounting Pronouncements Committee was introduced, from 2010, the Comprehensive Income Statement in the country. Theoretical gamma in this area is yet discreet and is under construction, but walks in purpose of verifying the usefulness of comprehensive income disclosed. In view of this, this study is willing to examine the relationship between the participation of other comprehensive income in total comprehensive income and the cost of equity capital of non-financial Brazilian companies traded. The theoretical and empirical platform was built on the basis theory Verrecchia Disclosure (1983) and Efficient Market Hypothesis of Fame (1970). Moreover, were presented theories underlying the compulsory disclosure, such as Signaling Theory, Agency Theory and Theory of Capital Needs. From a sample consisting of 143 non-financial companies, with disclosure of the Comprehensive Income Statement between 2010 and 2014, this quantitative, descriptive and exploratory research, tested the relationship between the participation of other comprehensive income and the cost of equity capital through data in unbalanced panel by fixed effects method. To accomplishment of the work were collected from financial information provider, Bloomberg TM, the cost of equity percentages estimated by the Capital Asset Pricing Model (CAPM), the percentage share of other comprehensive income (ORA_{t-1}/RA_{t-1}) in relation to the overall comprehensive income and selected control variables (internationalization, indebtedness, size, systemic risk and price-to-book). The principal findings of the research indicate that the cost of equity capital is influenced positive and statistically significant portion related to other comprehensive income. Such a discovery allows refute the research hypothesis because it was believed that the independent variable, while ex ante could reduce Ke_{CAPM} . Furthermore it is noticed in all the analysis window, the net income was the most important item in the composition of Comprehensive Income Total. It was verified, even the conversion of financial statements in foreign currency as most significant manifestation component in the formation of other comprehensive income. Given the above, has not been possible to confirm that the disclosure of ORA in Brazil is consistent to the Efficient Market Hypothesis. The present study, however, proved a higher cost of capital for companies with greater disclosure of other comprehensive income. Therefore, the findings revealed by the functional relationship between Ke_{CAPM} and ORA_{t-1}/RA_{t-1} are aligned to previous work, such as Cahan et al. (2000), Biddle and Choi (2006) and Pinheiro, Macedo and Vilamaior (2010), and demonstrate the utility of comprehensive income for the investment decision, although in a different direction than expected.

Key-words: Comprehensive Income. Disclosure Theory. Efficient Markets Hypothesis. Cost of equity capital.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1: Composição do Lucro Abrangente	31
Figura 2: Divulgação do RA dentro da DMPL nos EUA: coluna única	33
Figura 3: Divulgação do RA dentro da DMPL nos EUA: diversas colunas.....	34
Figura 4: Significado do custo de capital.....	41
Figura 5: Dívida versus patrimônio líquido	41
Figura 6: Desenho da pesquisa.....	61
Figura 7: Composição do Resultado Abrangente Total	67

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Formas de eficiência de mercado.....	26
Quadro 2: Variáveis representativas do prêmio de risco.....	44
Quadro 3: Estratégia metodológica da pesquisa.....	55
Quadro 4: Composição dos Outros Resultados Abrangentes	58
Quadro 5: Dados em Painel – Testes Estatísticos	63

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Distribuição da Amostra por Setor	57
Tabela 3: Variáveis de controle.....	60
Tabela 4: Estatística descritiva da variável <i>ORAt – 1RAt – 1</i> (em %)	65
Tabela 5: Componentes de Formação do Resultado Abrangente Total	69
Tabela 6: Estatística descritiva da variável <i>KeCAPM</i> (em %)......	70
Tabela 7: Custo de capital próprio por setor econômico.....	70
Tabela 8: Estatística descritiva das variáveis de controle.....	71
Tabela 9: Teste Kolmogorov-Smirnov.....	73
Tabela 10: Matriz de correlação.....	73
Tabela 11: Diagnóstico de Painei	74
Tabela 12: Teste VIF: Diagnóstico de Multicolinearidade	75
Tabela 13: Teste de White: Diagnóstico de heterocedasticidade	76
Tabela 14: Resultados da Regressão em Painei de Efeitos Fixos.....	76

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

CAPM	Capital Asset Pricing Model
C-BONDS	Capitalization Bond
CFC	Conselho Federal de Contabilidade
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DMPL	Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido
DRA	Demonstração do Resultado Abrangente
EPS	Earnings Per Share
EUA	Estados Unidos da América
FASB	Financial Accounting Standards Board
IAS	International Accounting Standards
IASB	International Accounting Standards Board
ICB	Referência de Classificação Setorial
IBOVESPA	Índice Bovespa
NYSE	New York Stock Exchange
OJ	Ohlson-Juettner
ORA	Outros Resultados Abrangentes
RA	Resultado Abrangente
SELIC	Sistema Especial de Liquidação e Custódia
SFAS	Statement of Financial Accounting Standards
T-BONDS	Treasury Bonds
WACC	Weighted Average Capital Cost

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	15
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO E SITUAÇÃO PROBLEMA	15
1.2 PROBLEMA DE PESQUISA	19
1.3 OBJETIVOS.....	19
1.3.1 Objetivo geral	19
1.3.2 Objetivos específicos	19
1.4 JUSTIFICATIVA	20
1.5 DELIMITAÇÃO DA PESQUISA	21
1.6 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO	22
2 PLATAFORMA TEÓRICO-EMPÍRICA	24
2.1 TEORIAS SUBJACENTES À DIVULGAÇÃO OBRIGATÓRIA.....	24
2.2 DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO ABRANGENTE	30
2.2.1 Surgimento, estrutura e formatos de apresentação da DRA.....	30
2.2.3 Estudos pregressos sobre Resultado Abrangente.....	35
2.3 CUSTO DE CAPITAL.....	39
2.4 CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO	43
2.4.1 MODELOS PARA MENSURAÇÃO DO CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO	44
2.4.1.1 <i>Capital Asset Pricing Model</i> (CAPM)	45
2.4.1.2 Modelo de Ohlson-Juettner (OJ).....	49
2.4.1.3 Modelo Easton.....	51
2.4.2 ESTUDOS NACIONAIS COM CAPM, OJ E EASTON	52
3 METODOLOGIA.....	55
3.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA QUANTO ÀS ESTRATÉGIAS	55
3.2 AMOSTRA E COLETA DE DADOS.....	56
3.3 PARTICIPAÇÃO DE ORA NO RESULTADO ABRANGENTE TOTAL.....	57
3.4 VARIÁVEIS DE CONTROLE	58

3.5 DESENHO E HIPÓTESE DA PESQUISA	61
3.6 TRATAMENTO E MODELO ESTATÍSTICO	62
3.7 LIMITAÇÕES DA PESQUISA.....	64
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	65
4.1 ANÁLISE DESCRITIVA	65
4.1.1 Participação de Outros Resultados Abrangentes ($ORAt - 1RAt - 1$).....	65
4.1.2 Custo de Capital Próprio ($KeCAPM$)	70
4.1.3 Variáveis de Controle.....	71
4.1.4 Análise de Correlação.....	72
4.2 ANÁLISE MULTIVARIADA.....	74
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	80
REFERÊNCIAS.....	82
ANEXOS	96

1 INTRODUÇÃO

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO E SITUAÇÃO PROBLEMA

Em sua primeira versão, produto do estudo de Fama (1970), a hipótese dos mercados eficientes apresentava o preço do ativo como reflexo das informações disponíveis sobre a entidade emissora. Dito de outra forma, no mercado eficiente, a posse da informação não seria capaz de modificar o retorno esperado, de modo a impossibilitar qualquer ganho anormal (MUSSA; YANG; TROVÃO; FAMÁ, 2008; RÊGO; MUSSA, 2008).

Na formulação mais contemporânea, os postulados teóricos comparam a tendência dos preços ao *random walk*, em que a informação já está condensada no preço de uma ação e, portanto, conhecê-la é irrelevante ao usuário para a decisão de investimento (TRUROW, 1984; LIMA, 2003). Sob essa ótica, alterações de preços são imprevisíveis e independem do preço histórico.

Entretanto, tendo em vista que as informações do mercado de capitais são assimétricas, isto é, determinados agentes econômicos possuem mais informações do que outros, a percepção do risco das companhias pelos investidores envolveria diversos fatores, como, crise cambial, comportamento político-econômico, conjunturas de endividamento, concorrências e questões de ordem tributária, todos diretamente relacionados ao retorno do investimento.

A Teoria da Divulgação demonstra essa realidade ao buscar explicar os fenômenos associados à divulgação da informação financeira a partir do impacto dos demonstrativos financeiros no preço dos ativos e/ou das razões econômicas para o *disclosure* de informações (SALOTTI; YAMAMOTO, 2005). Nesta perspectiva teórica aponta-se a divulgação como relevante, principalmente, por reduzir a assimetria da informação, minimizando a incerteza dos investimentos.

Informações podem ser divulgadas em caráter voluntário ou obrigatório, sendo este último direcionado ao cumprimento de exigências preconizadas por dispositivos legais e órgãos reguladores. No contexto brasileiro, as companhias de capital aberto estão sujeitas à Lei nº 6.404/76 e à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) cuja competência é normatizar e fiscalizar a evidenciação financeira dos demonstrativos contábeis. Nota-se que o *disclosure* obrigatório padroniza e garante confiabilidade às informações divulgadas, pois a regulamentação é reativa, destinando-se a evitar a recorrência das últimas fraudes (YAMAMOTO; SALOTTI, 2006) e conferir credibilidade à divulgação voluntária (GIGLER; HEMMER, 1998).

No tocante à classificação das pesquisas em Divulgação, a taxonomia criada por Verrecchia (1983) identifica três categorias: i) baseadas em associação (*association-based disclosure*), em que se relaciona divulgação e mudanças nos comportamentos dos investidores; ii) baseadas em julgamento (*discretionary-based disclosure*), de maneira a considerar incentivos dos gestores para divulgar informações voluntariamente; e, iii) baseadas em eficiência (*efficiency-based disclosure*), para identificar tipos de evidenciações mais eficientes e preferidas incondicionalmente pelos usuários. Na divulgação baseada em eficiência, pesquisas recomendam a informação para reduzir a assimetria informacional, verificando sua relação com a *performance* econômica das empresas (BOTOSAN, 1997; RICHARDSON; WELKER, 2001; LIMA, 2007; ALENCAR 2007). Tal desempenho é evidenciado por meio da taxa de retorno esperada pelas diferenciadas fontes de financiamento de uma firma (ASSAF NETO, 2007), isto é, o custo de capital próprio e de terceiros.

Segundo Lima (2007), o custo de capital próprio refere-se à remuneração esperada por acionistas pelo custo de oportunidade do investimento de seus recursos em uma determinada empresa em vez de outra de risco semelhante. Evidências empíricas demonstram como o *disclosure* pode afetar o desempenho da empresa, de modo a indicar correlação entre o nível de divulgação e a diminuição do custo de capital próprio (BOTOSAN, 1997; BOTOSAN; PLUMLEE, 2002; HAIL, 2002; CHEN; CHEN; SHILONG, 2003; FRANCIS; KHURANA; PEREIRA, 2005; ALENCAR, 2007). Para tanto, os estudos têm empregado modelos específicos para estimação dessa variável não observável, tais como o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), Ohlson-Juettner, Easton, Gordon, dentre outros.

No que tange à avaliação do *disclosure* os estudos, em geral, têm avançado na construção de métricas de divulgação (MARSTON; SHRIVES, 1991; BOTOSAN, 1997; BOTOSAN; PLUMLEE, 2002; HAIL, 2002; CHEN; CHEN; SHILONG, 2003; COY; DIXON, 2004; ALENCAR, LOPES, 2005; FRANCIS; KHURANA; PEREIRA, 2005). A literatura nacional dispõe de pesquisas consistentes que objetivaram tanto mensurar a qualidade da informação contábil, quanto verificar a relação dos índices de divulgação criados com custo de capital próprio, custo de capital de terceiros, gerenciamento e suavização de resultados (ALENCAR, 2007; LIMA, 2007; BARBOSA, 2014; CONSONI, 2014; MACHADO, 2015). Percebe-se, todavia, que nenhum desses estudos utilizou itens específicos de divulgação, ou seja, relacionados a uma única demonstração financeira. As limitações encontradas para esse propósito, em virtude da reduzida quantidade de parâmetros para construção de índices específicos, poderiam ser remediadas pelo emprego de indicadores como *proxies* para *disclosure*, conforme realizado por Alencar e Lopes (2005).

Adicionalmente, com a formalização do Pronunciamento Técnico CPC 26 - Apresentação das Demonstrações Contábeis por meio da aprovação da Deliberação nº 676/11 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e da NBC TG 26 (R2) do Conselho Federal de Contabilidade (CFC) tornou-se obrigatória a divulgação do resultado abrangente no Brasil. Tal resultado compreende todos os componentes do resultado do exercício e outros resultados abrangentes, que são mutações ocorridas no patrimônio líquido durante um período resultante de transações e outros eventos não derivados de transações com os sócios na sua qualidade de proprietários.

É de se assinalar que a Demonstração do Resultado Abrangente (DRA) traz inovações apenas no contexto nacional, pois o *Financial Accounting Standards Board* (FASB), órgão norte-americano responsável pela padronização dos procedimentos contábeis, tornou compulsória sua divulgação nos Estados Unidos desde 1997, por ocasião do *Statement of Financial Accounting Standards* (SFAS) nº 130, com vistas a resolver o caso da contabilização dos fundos de aposentadorias. Embora o reconhecimento completo e tempestivo no resultado seja a recomendação proposta pela teoria contábil (HENDRIKSEN; BREDÁ, 2007), a concessão realizada pelo FASB pretendia viabilizar o reconhecimento gradativo no resultado dos planos de pensão, tendo em vista os beneficiários já inativos do país (PINHEIRO; MACEDO; VILAMAIOR, 2012).

Nessas circunstâncias iniciou-se a discussão acadêmica sobre a utilidade do resultado abrangente (RA) como valor preditivo do desempenho das empresas (CAHAN; COURTENAY; GRANNERWOLLER; UPTON, 2000; BIDDLE; CHOI, 2006; KANAGARETNAM; MATHIEU; SHEHATA, 2009; PINHEIRO; MACEDO; VILAMAIOR, 2012; PRONOBIS; ZÜLCH, 2010; JONES; SMITH, 2011; CHECON, 2013; SILVA; SILVA, 2015). Alguns pesquisadores internacionais afirmam que a inutilidade do RA nos países investigados deve-se à aderência à hipótese dos mercados eficientes, considerando que as informações existentes anteriormente não se tornam relevantes em decorrência de sua divulgação em outros formatos (DEHNING; RATLIFF, 2004). Dessa forma, os opositores da divulgação da Demonstração do Resultado Abrangente sustentam que a natureza transitória do resultado abrangente limita seu poder de predição do desempenho da empresa. Diferentemente, os teóricos adeptos advogam-na como único meio de captar todas as fontes de criação de valor econômico, de modo a segregar criação e distribuição de valor da empresa. O debate sobre RA permeia ainda quatro tópicos específicos: a) *value relevance* dos componentes do RA para os usuários; b) formato de apresentação do RA em diversos países após a implantação de normas de divulgação; c) identificação dos componentes da DRA mais impactantes à divulgação; d) fatores explicativos do *disclosure* do resultado abrangente.

No Brasil, verifica-se uma constatação relevante e, sobretudo, atual, em que Silva e Silva (2015) descobriram itens componentes do resultado abrangente de companhias abertas do Novo Mercado com potencial de gerar volatilidade no resultado do período, caso fossem neste registrado. Em síntese, nota-se que a informação contábil é um instrumento de suporte à previsão de resultados futuros, principalmente, no mercado de capitais cujas ações de uma empresa são vendidas para os investidores no intuito de gerar o caixa necessário ao investimento (custo de capital próprio).

Portanto, espera-se que a divulgação de resultados realizáveis de curto ou longo prazo, na figura dos Outros Resultados Abrangentes, seja uma informação útil à decisão de investimento por reduzir sua incerteza e, conseqüentemente, diminuir a taxa requerida pelos investidores. Esta pesquisa se dispõe a investigar e explorar a divulgação do resultado abrangente em companhias brasileiras de capital aberto, de forma a examinar a utilidade do *disclosure* e seus impactos sobre o custo de capital próprio de empresas abertas não financeiras no Brasil.

1.2 PROBLEMA DE PESQUISA

Diante do contexto relatado na unidade introdutória, surge a questão que rege esta pesquisa: **Qual a relação entre a participação de outros resultados abrangentes e o custo de capital próprio das companhias brasileiras não financeiras de capital aberto?**

1.3 OBJETIVOS

1.3.1 Objetivo geral

Vinculado ao questionamento de pesquisa, o objetivo geral deste trabalho consiste em examinar a relação entre a participação de outros resultados abrangentes e o custo de capital próprio das companhias brasileiras não financeiras de capital aberto no período de 2010 a 2014.

1.3.2 Objetivos específicos

- Mensurar a participação de outros resultados abrangentes no resultado abrangente total;
- Determinar componentes mais impactantes à divulgação do resultado abrangente;
- Estimar o custo de capital próprio conforme abordagem do modelo CAPM;
- Testar a relação entre a participação de outros resultados abrangentes e o custo de capital próprio.

1.4 JUSTIFICATIVA

Antes da criação de normativa brasileira específica para o resultado abrangente (RA), vários estudos internacionais já discutiam o formato apropriado da divulgação do lucro: baseado nas definições de resultado operacional corrente (*current operating income*) e de resultado abrangente (*comprehensive income*) (DHALIWAL; SUBRAMANYAM; TREZEVANT, 1999; REES; SHANE, 2012). E embora as reflexões nacionais sejam parcas (PINHEIRO; MACEDO; VILAMAIOR, 2012; CHECON, 2013; MADEIRA; COSTA JÚNIOR, 2015; SILVA; SILVA, 2015) já existe empiria que corrobora a utilidade da divulgação do RA frente ao lucro líquido.

Dentro do resultado abrangente aparece outro conceito, outros resultados abrangentes, que são as perdas e ganhos relativos a eventos c

Existem também diversos trabalhos publicados que correlacionaram divulgação das informações, em quaisquer das modalidades (voluntária ou compulsória), ao componente do custo de capital relativo à assimetria de informação. A maior parte deles encontraram evidências de associação negativa entre essas variáveis. Os achados têm demonstrado que para maximizar a eficiência deve-se ampliar o nível de divulgação, de modo a reduzir a assimetria informacional e, por efeito, o custo de capital do ativo (BOTOSAN, 1997; BOTOSAN; PLUMLEE, 2002; HAIL, 2002; CHEN; CHEN; SHILONG, 2003; SALOTTI; YAMAMOTO, 2005; FRANCIS; KHURANA; PEREIRA, 2005, 2005; ALENCAR, 2007).

Outro fator importante refere-se aos custos de transação decorrentes dos diversos níveis de conhecimento da informação (assimetria informacional), os quais tornam as ações das empresas mais onerosas e o investimento menos atrativo. Esse custo também é denominado componente do custo de capital relativo à assimetria da informação, e as empresas buscam atingir a eficiência mediante descontos no ativo que tornem viável o investimento em circunstâncias de seleção adversa (YAMAMOTO; SALOTTI, 2006).

Da mesma forma, o custo de capital próprio utilizado como taxa de desconto para a previsão dos fluxos de caixa do investimento (ASSAF NETO; LIMA, 2011), é importante na criação de valor da entidade para estimar a apuração de um valor presente líquido capaz de remunerar as fontes de recursos empregadas. Alguns teóricos também defendem a divulgação da Demonstração do Resultado

Abrangente, ainda que obrigatória, como única medida que permite a separação entre fontes criadoras e o processo de distribuição de valor econômico pelas firmas.

Para efeito deste trabalho, pesquisa-se, em conjunto, custo de capital próprio e outros resultados abrangentes, respaldando-se na perspectiva da informação contábil, sobretudo, aquela destinada ao aumento de riqueza da companhia, constituir-se um canal para identificação da qualidade do projeto de investimento. Em termos práticos, busca-se testar se há utilidade do resultado abrangente para predição do desempenho econômico de companhias abertas no contexto brasileiro, assim como sua aderência à Teoria da Divulgação ou à Hipótese dos Mercados Eficientes.

Finalmente, pretende-se contribuir com a expansão das investigações da linha de pesquisa Contabilidade Financeira do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal do Paraná, ao investigar práticas contemporâneas de divulgação obrigatória após a convergência nacional às normas internacionais.

1.5 DELIMITAÇÃO DA PESQUISA

A delimitação do estudo reúne quatro bifurcações a seguir explanadas:

- a) Dimensão temporal:** os dados abrangem o período de 2010 a 2014. A seleção do marco inicial de análise respalda-se na emissão, em 17 de julho de 2009, do CPC 26 – Apresentação das Demonstrações Contábeis, instrumento normativo que estabeleceu compulsória a divulgação da Demonstração do Resultado Abrangente no Brasil a partir de 2010, mediante aprovação da Deliberação nº 676/11 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e da NBC TG 26 (R2) do Conselho Federal de Contabilidade (CFC).
- b) Objeto de estudo:** a escolha de companhias de capital aberto listadas no mercado acionário brasileiro permite verificar as práticas de

divulgação compulsória de item específico (resultado abrangente) e sua utilidade aos usuários da informação contábil.

- c) **Abordagem do resultado abrangente:** A Demonstração do Resultado Abrangente é uma reação de órgãos reguladores internacionais frente à supressão arbitrária de componentes da Demonstração do Resultado, principalmente, com reflexos na representação fidedigna de valores relativos a perdas e ganhos (CAHAN; COURTENAY; GRANNERWOLLER; UPTON, 2000). Desde então, pesquisadores iniciaram investigações sobre o teor informacional da referida demonstração. As conclusões sobre a utilidade do resultado abrangente ainda são controversas quando equiparada ao resultado do período (lucro líquido do exercício).
- d) **Associação entre divulgação do resultado abrangente e custo de capital próprio:** o trabalho examina a relação entre *disclosure* e custo de capital próprio. Ao investigar a evidenciação de item específico, assemelha-se à proposta de Cunha (2002), que avaliou a divulgação da Demonstração do Valor Adicionado enquanto instrumento de medição da riqueza distribuída por empresas brasileiras. À época o referido demonstrativo era divulgado voluntariamente no Brasil. Entretanto, diferencia-se por escolher como objeto de estudo um demonstrativo financeiro não requerido pela legislação societária vigente, mas já obrigatório de acordo com o Comitê de Pronunciamentos Contábeis, enquanto emissor de normas para a convergência da contabilidade brasileira aos padrões internacionais.

1.6 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO

Esta pesquisa está organizada em cinco capítulos. No primeiro são apontados tópicos introdutórios, como problema de pesquisa, objetivos geral e específicos, justificativa, delimitação da pesquisa e estrutura da dissertação.

O segundo capítulo evidencia a plataforma teórico-empírica que sustenta a relevância da proposta e serve de base à construção da hipótese da pesquisa. Inicialmente aborda-se a Teoria da Divulgação, teoria de base do estudo, e outras correlatas. Na sequência são indicados aspectos históricos, estrutura e formatos de apresentação da Demonstração do Resultado Abrangente, assim como investigações pretéritas sobre o tema veiculadas nacional e internacionalmente. No final, explana-se o custo de capital próprio e especificidades de modelos de mensuração, e aplicação dos mesmos em pesquisas anteriores.

O terceiro capítulo refere-se à seção metodológica da dissertação, em que se indicam os degraus contemplados para alcance do objetivo proposto. Trata-se da classificação metodológica do estudo, caracterização da amostra e coleta de dados, participação de outros resultados abrangentes no resultado abrangente total, variáveis de controle, hipótese da pesquisa, equação do teste empírico e detalhes do tratamento estatístico empregado. No final da seção são relatadas as limitações da pesquisa.

O quarto capítulo destina-se à apresentação e discussão dos resultados encontrados. Indica-se a estatística descritiva e inferencial das informações coletadas. Promove-se, inclusive, a constatação da perspectiva teórica mais consistente à relação examinada no caso brasileiro. Finalmente, o quinto e último capítulo resgata o escopo do estudo, de maneira a sintetizar os principais achados e apontar lacunas e sugestões para futuras pesquisas.

2 PLATAFORMA TEÓRICO-EMPÍRICA

Esta seção contextualiza os itens que sustentam teoricamente o trabalho. Face ao objetivo proposto, optou-se pela abordagem dos seguintes tópicos: aspectos subjacentes à teoria de finanças e divulgação obrigatória, sendo percebidas: teoria da divulgação e hipótese dos mercados eficientes, teoria de agência, teoria dos custos políticos, teoria da sinalização e teoria da necessidade de capital; Demonstração do Resultado Abrangente (DRA); custo de capital; custo de capital próprio; modelos para mensuração do custo de capital próprio. Na primeira parte são apresentados os principais aspectos da teoria da divulgação, assim como perspectivas antagônicas e outras correlatas. Depois, é trazido um breve relato acerca do surgimento, formatos e estrutura de apresentação da DRA. Por fim, são descritos os elementos teóricos vinculados a custo de capital e custo de capital próprio, com apresentação de algumas metodologias de estimação.

2.1 TEORIAS SUBJACENTES À DIVULGAÇÃO OBRIGATÓRIA

Esta pesquisa utiliza como teoria de base a Teoria da Divulgação, tendo em vista achados anteriores associados à relação entre *disclosure* e custo de capital próprio. Em adicional, foram selecionadas algumas teorias correlatas à divulgação compulsória com seus respectivos posicionamentos.

A divulgação financeira está vinculada ao propósito essencial da contabilidade de fornecer informações úteis, sendo consideradas assim aquelas que coadunam relevância e representação fidedigna (CPC, 2011). Em vista disso, considera-se a evidenciação de conteúdos quantitativos (números) e qualitativos (sentenças) como um fator de redução dos diferentes graus de conhecimento (assimetria informacional) entre organizações e *stakeholders*. Por outro lado, mesmo como instrumento minimizador de incertezas, requer dos usuários capacidade de entendimento e diligência, a fim de garantir sua compreensibilidade (DIAS; NAKAGAWA, 2001).

Quando se fala em *disclosure*, há duas modalidades possíveis: i) divulgação compulsória (*mandatory disclosure*), em que a entidade evidencia toda informação exigida por dispositivos legais e órgãos regulatórios; e, ii) divulgação voluntária (*voluntary disclosure*), onde informações não obrigatórias são veiculadas a critério da empresa, de modo a refletir maior transparência desta (LIMA, 2007). Decerto a grande ênfase da evidênciação obrigatória consiste na padronização do *disclosure*, de forma a trazer crédito às divulgações resultantes da livre escolha (*free choice*) do gestor. Portanto, tais formas completam-se, originando uma divulgação mais consistente – *full disclosure* –, capaz de afetar a tomada de decisão dos usuários da informação contábil-financeira.

A forma de *disclosure* da informação contábil tem estimulado discussões acadêmicas. Os teóricos favoráveis à divulgação compulsória defendem-na como segurança para as empresas, a fim de não participar informações proveitosas aos concorrentes, empregados e outros usuários. Por isso, em várias circunstâncias companhias decidem não divulgar além da exigência regulatória, de forma que se torna indispensável o estabelecimento de regras de evidênciação para padronizar e garantir confiabilidade às informações divulgadas. Portanto, a regulamentação é reativa, e destina-se a impedir a recorrência das últimas fraudes (YAMAMOTO; SALOTTI, 2006).

O constante esforço em melhorar o processo de divulgação compulsória, em especial, das alterações do patrimônio líquido oriundas de transações e outros eventos não decorrentes de transação com os sócios durante um exercício financeiro acarretou na obrigatoriedade da Demonstração do Resultado Abrangente no Brasil a partir de 2010. Gigler e Hemmer (1998) argumentam que a divulgação compulsória, inicialmente visualizada como fonte primária da informação, desempenha o papel de tornar credível a divulgação voluntária, mas não consegue prover o mercado de capitais de novos conhecimentos relevantes. Em vista dessa questão, teóricos internacionais defendem não haver utilidade na divulgação do resultado abrangente, pois informações existentes anteriormente não são capazes de afetar as decisões dos usuários em virtude de sua divulgação em outros formatos (DEHNING; RATLIFF, 2004).

A coerência da proposição supracitada encontra pilar de sustentação na hipótese dos mercados eficientes (HME), em que o preço do ativo sempre reflete exatamente as informações disponíveis sobre uma determinada entidade (FAMA,

1970). A posse da informação também não interfere no retorno esperado, fato que inviabiliza a obtenção de qualquer ganho anormal pelos investidores (MUSSA; YANG; TROVÃO; FAMÁ, 2008; RÊGO; MUSSA, 2008). Posto a informação já encontrar-se resumida no preço da ação, é normal que o conhecimento desta seja irrelevante à decisão de investimento.

Fama (1991) afirma que o comportamento dos preços em mercados eficientes segue um percurso aleatório (*random walk*), sendo suas alterações imprevisíveis e independem do preço histórico. Nesse sentido, não é possível ao investidor utilizar informações diferenciadas para alcançar privilégios no mercado de capitais, ainda que estas sejam de caráter sigiloso da companhia emissora. Com base nessas premissas, Fama (1970) elencou três formas de eficiência de mercado conforme critérios de dominância. Tais formas são resumidas no Quadro 1, extraído de Forti, Peixoto e Santiago (2009, p. 48).

Quadro 1: Formas de eficiência de mercado

Forma de eficiência	Informação utilizada	Descrição
Fraca	Preços do passado	Nenhum investidor consegue obter retornos anormais por meio da análise dos preços passados. As informações contidas nos preços passados não são úteis ou relevantes na obtenção de retornos extraordinários.
Semiforte	Informações públicas	Nenhum investidor consegue obter retornos anormais baseados em qualquer informação publicamente disponível. Qualquer nova informação seria rapidamente incorporada aos preços dos ativos, impossibilitando que os investidores se utilizassem da informação para obter retornos anormais.
Forte	Informações privadas	Nenhum investidor consegue obter retornos anormais usando qualquer tipo de informação, até mesmo as confidenciais, que não são de conhecimento público.

Fonte: Adaptação de Fama (1970).

Fama (1970) também esclarece como devem ser conduzidos os testes para cada forma de eficiência de mercado. Na forma fraca, procura-se mensurar a capacidade preditiva dos retornos passados em relação aos retornos esperados. A forma semiforte busca indicar como o preço dos ativos reflete informações públicas, como por exemplo, distribuições de lucros. Por fim, para avaliar a forma

forte os testes empregados verificam se algum investidor detém informações favoráveis, e se estas poderiam servir-lhes à assunção de lucros anormais.

A divergência teórica entre a HME e a Teoria da Divulgação reside em um fator específico: assimetria informacional. Na primeira, o conceito de assimetria não é considerado, visto a pressuposição de um sistema eficiente de informações. Contrariamente, a segunda entende que no mercado de capitais agentes econômicos possuem mais informações do que outros.

O debate acadêmico sobre divulgação tem se desenvolvido nos últimos anos, sobretudo, após a discussão de autores clássicos acerca da existência de uma teoria (VERRECCHIA, 1983; DYE, 1985; DYE, 2001; VERRECCHIA, 2001). Verrecchia (2001), ao propor uma taxonomia da literatura mediante categorização de vários modelos de *disclosure*, advoga a inexistência de uma teoria ampla e robusta, visto a ausência de tópicos bem integrados no assunto. Em outras palavras, para ser considerada assim as categorias de pesquisas deveriam ser apresentadas em um único bloco, de forma a reconhecer o papel da eficiência, dos incentivos e da endogeneidade do processo de mercado. Contudo, o autor recomenda a classificação criada como ponto de partida potencial à formulação da Teoria da Divulgação.

Dye (2001) posiciona-se parcialmente em concordância com a ideia de que a literatura em divulgação financeira ainda não está plenamente desenvolvida para merecer status de teoria. O autor expressa que a imaturidade atinge tão somente a divulgação obrigatória, haja vista o discreto volume de publicações voltado às normas de contabilidade. Pontua, ainda, que tal lacuna deve ser corrigida pela atuação efetiva dos pesquisadores da linha. Nesse sentido, os trabalhos em divulgação compulsória têm buscado sustentação em teorias correlatas, tais como teoria de agência, teoria dos custos políticos, teoria da sinalização e teoria da necessidade de capital.

A teoria de agência trata dos conflitos entre administradores (agente) e acionistas (principal), tendo em vista que estes não compartilham dos mesmos objetivos (JENSEN; MECKLING, 1976; JENSEN, 1986). Os conflitos de agência, em geral, relacionam-se ao capital próprio e de terceiros. No primeiro caso, gestores são visualizados como detentores de maior informação que os investidores e, por isso, busca-se a negociação mediante contrato, a fim de incentivar o agente a desempenhar suas ações com maximização dos interesses do principal. O conflito

da dívida, por conseguinte, demonstra como os interesses diferentes entre acionistas e credores pode impactar o valor da empresa. Nesse contexto, são estabelecidos meios para minimizar problemas desse tipo, como as cláusulas restritivas capazes de proteger credores em circunstância de violação do contrato (*covenants*). Costa e Oliveira (2015) argumentam que a divulgação obrigatória diminui os custos de agência resultantes da assimetria de informação, como também ratifica a reputação da gestão da empresa.

A teoria dos custos políticos, em princípio apresentada como bifurcação da teoria positiva da contabilidade (WATTS; ZIMMERMAN, 1978), afirma que existem custos resultantes da atenção política à atividade da empresa. Dessa maneira, companhias de maior porte, rentabilidade e risco tendem a possuir custos políticos mais elevados, por serem mais suscetíveis ao exame público e político. Assim, os gestores de empresas mais visíveis no mercado procuram cumprir as exigências normativas nas divulgações, de modo a utilizar informações financeiras para atenuar os custos políticos.

A premissa subjacente da teoria da sinalização está associada à questão de assimetria de informação entre acionistas e gestores, da qual se origina problemas de seleção adversa (AKERLOF, 1970). O objetivo da sinalização consiste em divulgar informações capazes de influenciar a decisão de investimento. Para tanto, pode-se emitir um sinal neutro, positivo ou negativo aos interessados das empresas (SPENCE, 1973). Já a teoria da necessidade de capital indica a necessidade de recursos como incentivo fundamental para a divulgação. Assume-se que o cumprimento das exigências de *disclosure* preconizadas pelos dispositivos legais e normativos reduz o custo de capital das entidades (ABD-ELSALAM; WEETMAN, 2003). Assim, gestores seriam estimulados à divulgação obrigatória para reduzir a incerteza do investimento, e torná-lo mais atrativo aos investidores.

No tocante à divulgação voluntária, Dye (2001) consegue comprovar a identidade da teoria como uma particularidade da Teoria dos Jogos, cujo objeto de estudo é a tomada de decisão entre indivíduos. Nesse caso, o fenômeno da divulgação se assemelharia a um jogo formado por firmas e/ou gestores e investidores, em que cada parte busca maximizar seu retorno, mas isso não apenas depende da própria ação de um agente como também da ação do outro. Esse modelo estratégico também proporciona a previsão do comportamento dos

concorrentes, de modo que os resultados e o equilíbrio financeiro sejam alcançados (KROENKE; HEIN; RODRIGUES JÚNIOR; HINSHING; WILHELM, 2013).

Tendo em vista essa posição, a premissa subjacente é que qualquer entidade com intuito de divulgação tornará públicas informações favoráveis e ocultará informações desfavoráveis. Sendo assim, “boas notícias”, mas incompletas, basicamente, sinalizariam “más notícias”. Por isso, tais postulados questionam, analisam e interpretam as causas do “silêncio” durante o processo de divulgação, assim como os incentivos dos gestores para assumir esse comportamento.

A partir das perspectivas do efeito do *disclosure* de demonstrações financeiras no preço das ações e das razões econômicas para que informações sejam divulgadas, Verrecchia (2001, p. 99) elenca três categorias de pesquisa: a) divulgação baseada em associação (*association-based disclosure*); b) divulgação baseada em julgamento (*discretionary-based disclosure*); e, c) divulgação baseada em eficiência (*efficiency-based disclosure*).

A primeira categoria inclui trabalhos que investigam a relação entre divulgação e variáveis de mercado, figuradas nas mudanças de comportamento dos investidores no momento de ocorrência da divulgação; sendo, portanto, um fenômeno exógeno. Classificam-se, assim, as pesquisas de Sengupta (1998), Bushee e Noe (1999) e Heflin *et al.* (2001).

Pesquisas na segunda classificação identificam motivos da administração para reter ou não uma informação, considerando que o gestor (processo endógeno) pode escolher o nível de *disclosure* voluntário. Os custos envolvidos na divulgação passam a ser avaliados, de forma a atingir uma política de divulgação ótima. Tal categoria valida, igualmente, o princípio da seleção adversa, em que o mercado reage de forma adversa a não divulgação, interpretando-a como informação desfavorável. Dessa forma, se existem custos para divulgar uma informação e o gestor decide não divulgá-la o usuário pode inferir que esta é desfavorável, ou positiva, mas não o suficiente para compensar os custos de divulgação. Os estudos de Lang e Lundholm (1993), Leuz (2000), Labelle (2002), Gao *et al.* (2005), Salotti (2005), Yamamoto (2005) e Salotti e Yamamoto (2008) enquadram-se nessa modalidade.

Investigações baseadas em eficiência estudam os tipos de divulgação mais eficientes e preferidos incondicionalmente pelos usuários. Nesse caso, busca-se verificar se os agentes estão melhores ou piores após a divulgação de informações.

Assim, a empresa poderia preparar suas demonstrações com o máximo de transparência possível. O modelo clássico deste tipo de pesquisa é a relação entre Divulgação e Custo de Capital, como se observa nos trabalhos de Botosan (1997), Richardson e Welker (2001), Lima (2007) e Alencar (2007).

Em vista do exposto, nota-se que o problema de pesquisa desta dissertação classifica-se na categoria de pesquisa baseada em eficiência.

2.2 DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO ABRANGENTE

Nesta parte da pesquisa são explicados aspectos específicos da Demonstração do Resultado Abrangente (DRA). Inicialmente, explana-se a origem do demonstrativo financeiro no contexto internacional e brasileiro, como também os possíveis formatos de apresentação preconizados pelos diferentes comitês. Em seguida, descrevem-se as exigências do Comitê de Pronunciamentos Contábeis para a divulgação da DRA. A seção termina com um resumo da literatura empírica sobre resultado abrangente, a fim de levantar o quê e como tem sido pesquisada a temática.

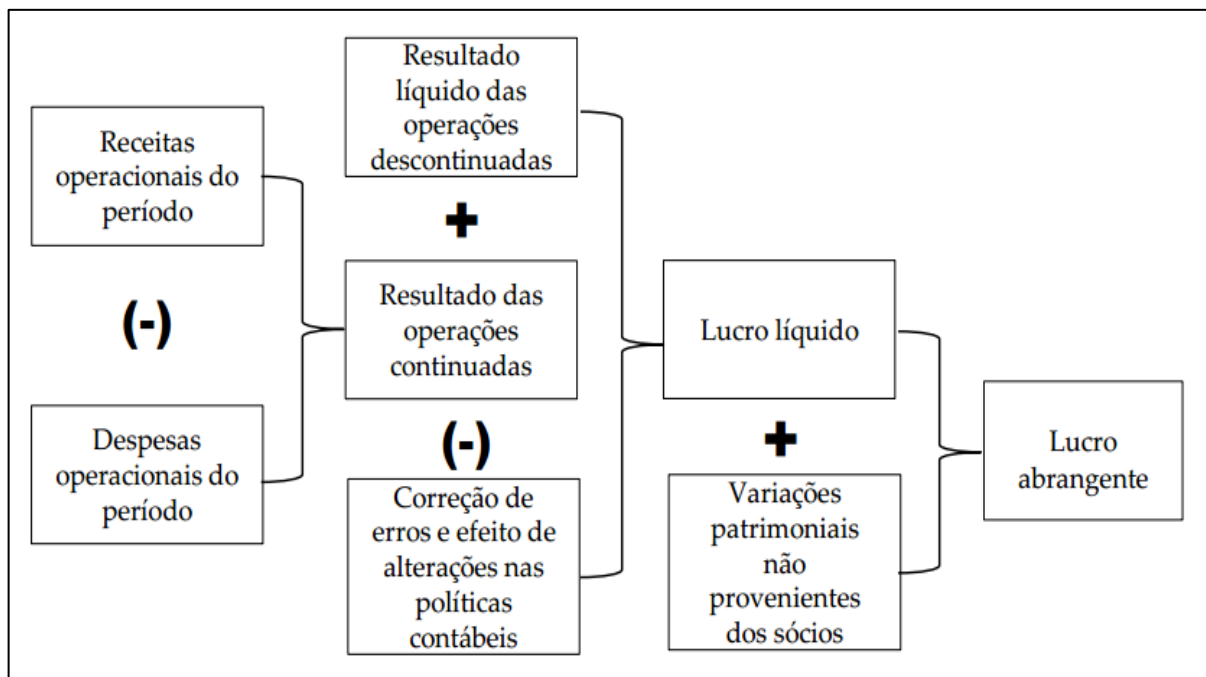
2.2.1 Surgimento, estrutura e formatos de apresentação da DRA

Conhecido na literatura internacional como “*comprehensive income*”, o resultado abrangente ainda é um tema pouco explorado na academia. Parte dessa incipiência deve-se, em parte, à contemporânea emissão do *Statement of Financial Accounting Standards* (SFAS) nº 130, em 1997, pelo *Financial Accounting Standards Board* (FASB), órgão responsável pela padronização dos procedimentos contábeis nos Estados Unidos, que tornou a divulgação da Demonstração do Resultado Abrangente (DRA) obrigatória nesse país. Dessa forma, a demonstração buscou equacionar o problema dos itens não reconhecidos no resultado, mas que poderiam afetá-lo no futuro.

Define-se como resultado abrangente (RA) a variação do patrimônio líquido da empresa durante o período que envolve transações e outros eventos não resultantes de transações com os sócios. Logo, o RA compreende todos os itens da demonstração do resultado acrescidos de outros resultados abrangentes (ORA), isto é, ganhos e perdas não realizados associados a: a) variações na reserva de reavaliação, quando permitidas legalmente; b) alterações atuariais nos planos previdenciários; c) conversão de demonstrações contábeis de operações no exterior; d) ajuste patrimonial de ativos financeiros disponíveis para venda; e, e) instrumentos de *hedge* em operação de *Hedge* de fluxo de caixa (IAS, 2011; CPC 2011).

A Figura 1 resume a explicação do conceito de resultado (ou lucro) abrangente.

Figura 1: Composição do Lucro Abrangente



Fonte: Curcino, Lemes e Botinha (2014, p. 28).

Em princípio, o FASB (1997) admitia apenas dois formatos para apresentação dos ORA: divulgação conjunta à Demonstração do Resultado do Exercício e divulgação em demonstração financeira separada. Mais adiante, o comitê ampliou as alternativas, aceitando a divulgação na demonstração *Stockholder's Changes Equity Statement*, correspondente à Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido (DMPL) no Brasil.

O *International Accounting Standards Board* (IASB), que seguia a mesma orientação para apresentação dos ORA, antecedeu a extinção do formato como DMPL expandida por meio da revisão do *IAS 1 – Presentation of Financial Statements*, em 2007, considerando que somente, em 2011, o FASB pela emissão do *Accounting Standards Update* nº 2011-05 posicionou-se de modo semelhante (YEN; HIST; HOPKINS, 2007; HENRY, 2011; DURSO; MÁRIO, 2014).

Na visão de Checon (2013) a divulgação do resultado abrangente como expansão da DMPL dificulta a compreensão dos usuários externos, basicamente, por duas seguintes razões. Em primeiro lugar, porque apenas parte do resultado abrangente advém dos lucros acumulados (lucro líquido). E, em segundo lugar, porque os objetivos da DMPL e do resultado abrangente se divergem; a primeira visa evidenciar as alterações nas contas do Patrimônio Líquido de uma empresa, e a segunda é utilizada como informação com natureza de desempenho.

É de se assinalar que, quando antes permitida, a divulgação do RA na DMPL poderia se apresentar de duas opções. A Figura 2 demonstra a possibilidade do RA como composição de uma coluna única.

Figura 2: Divulgação do RA dentro da DMPL nos EUA: coluna única

	Ações preferenciais	Ações ordinárias	Resultado abrangente	Lucros acumulados	Outros resultados abrangentes acumulados	Total
Saldos iniciais, 1 de Janeiro de 2007	\$ 500.000,00	\$ 4.500.000,00	-	\$ 715.600,00	\$ -5.950,00	\$ 5.709.650,00
Resultado abrangente						
Lucro líquido			\$ 66.760,00	\$ 66.760,00		
Outros resultados abrangentes						
Conversão de moeda estrangeira, líquido de impostos			\$ 3.000,00			
Ganhos não realizados em instrumentos financeiros:						
Ganhos não realizados em holdings, líquido de impostos			\$ 23.000,00			
Menos: ajuste de reclassificação, líquido de impostos, para ganho incluído no lucro líquido			\$ -5.500,00			
Outros resultados abrangentes			\$ 20.500,00		\$ 20.500,00	
Resultado abrangente			\$ 87.260,00			\$ 87.260,00
Emissão de ações	\$ 50.000,00	\$ 200.000,00				\$ 250.000,00
Dividendos pagos				\$ -24.825,00		\$ -24.825,00
Saldos finais, 31 de Dezembro de 2007	\$ 550.000,00	\$ 4.700.000,00		\$ 757.535,00	\$ 14.550,00	\$ 6.022.085,00

Fonte: Adaptado de Epstein *et al.* (2007, p. 89) por Checon (2013).

Já na Figura 3 pode-se visualizar a informação do RA em diversas colunas (Lucro acumulados, conversão de moeda estrangeira e ganhos não realizados em instrumentos financeiros).

Figura 3: Divulgação do RA dentro da DMPL nos EUA: diversas colunas

	Ações preferenciais	Ações ordinárias	Lucros acumulados	Conversão de moeda estrangeira	Ganhos não realizados em instrumentos financeiros	Total
Saldos iniciais, 1 de Janeiro de 2007	\$ 500.000,00	\$ 4.500.000,00	\$ 715.600,00	\$ -9.275,00	\$ 3.325,00	\$ 5.709.650,00
Resultado abrangente						
Lucro líquido			\$ 66.760,00			\$ 66.760,00
Outros resultados abrangentes						
Conversão de moeda estrangeira, líquido de impostos				\$ 3.000,00		\$ 3.000,00
Ganhos não realizados em instrumentos financeiros:						
Ganhos não realizados em holdings, líquido de impostos					\$ 23.000,00	\$ 23.000,00
Menos: ajuste de reclassificação, líquido de impostos, para ganho incluído no lucro líquido					\$ -5.500,00	\$ -5.500,00
Outros resultados abrangentes						\$ 20.500,00
Resultado abrangente						\$ 87.260,00
Emissão de ações	\$ 50.000,00	\$ 200.000,00				\$ 250.000,00
Dividendos pagos			\$ -24.825,00			\$ -24.825,00
Saldos finais, 31 de Dezembro de 2007	\$ 550.000,00	\$ 4.700.000,00	\$ 757.535,00	\$ -6.275,00	\$ 20.825,00	\$ 6.022.085,00

Fonte: Adaptado de Epstein *et al.* (2007, p. 89) por Checon (2013).

No Brasil, a DRA passou a ser requerida como demonstração financeira obrigatória para as companhias de capital aberto a partir de 2010, por meio do pronunciamento técnico CPC 26, aprovado pela Deliberação nº 676/11 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e pela NBC TG 26 (R2) do Conselho Federal de Contabilidade (CFC). A primeira versão do pronunciamento facultava apresentação dos Outros Resultados Abrangentes (ORA) em demonstração específica ou como expansão da Demonstração do Patrimônio Líquido (DMPL). Contudo, após a revisão do CPC, em 2011, tornou-se proibida a evidenciação na DMPL, sendo compulsória a apresentação dos ORA por meio de demonstração individual específica.

2.2.3 Estudos pregressos sobre Resultado Abrangente e ORA

Dahliwal, Subramanyam e Trezevant (1999) examinaram a influência do resultado abrangente no retorno e valor de mercado das ações de empresas estadunidenses, assim como a capacidade preditiva dos outros resultados abrangentes nos fluxos de caixa e lucros líquidos futuros. Tal análise que compreende o período de 1994 a 1995, detectou evidências de associações entre resultado abrangente, retorno das ações e valor de mercado. Em adicional, o poder preditivo do resultado global para explicar os fluxos de caixa e lucros futuros foi verificado superior somente em companhias do setor financeiro. Os autores assinalam também o ajuste de títulos e valores mobiliários como único componente que acentua a associação entre lucro e retorno.

Em princípio, atribui-se como motivo para tais achados a não obrigatoriedade de reporte do resultado abrangente em demonstrações financeiras específicas, tendo em vista a emissão do SFAS nº 130 apenas em 1997. Entretanto, para os autores, a justificativa plausível reside na subjetividade, próprias das estimativas da conversão de moeda estrangeira e dos ajustes no passivo relacionados ao fundo de aposentadoria no país pesquisado.

Conquanto a informação contábil seja útil e relevante pela capacidade de influenciar o modelo decisório (WATTS; ZIMMERMAN, 1990), e o reconhecimento completo e tempestivo no resultado recomendado pela teoria contábil (HENDRIKSEN; BREDÁ, 2007), a utilidade do resultado abrangente residia na divulgação mais ampla dos planos de pensão nos EUA. O intento do FASB então era dirimir o problema relacionado aos beneficiários inativos do país pelo reconhecimento gradativo dos montantes no resultado (PINHEIRO; MACEDO; VILAMAIOR, 2012).

Soutes e Schvirck (2006) analisaram os impactos das diferentes formas de apresentação do lucro (lucro operacional, lucro abrangente e lucro líquido) no retorno sobre o Ativo (ROA). Os autores demonstraram que a adoção do lucro abrangente para o cálculo do ROA pode ocasionar percepções irreais aos investidores pelo cômputo de eventos que não atingem diretamente o resultado do período da empresa, e que não podem ser utilizados para apresentar os reflexos das ações dos gestores.

Coelho e Carvalho (2007) revisaram as definições associadas ao lucro abrangente, incremento limpo do patrimônio líquido, apuração completa do resultado, resultado operacional do período e de apropriação da variação líquida do ativo no patrimônio líquido. Na época, ainda não havia, no Brasil, um relatório financeiro para reconhecer a utilidade do lucro abrangente como diretriz para políticas de investimento e estimativa dos fluxos de caixa futuros, de modo que se mantinha uma estrutura rígida na evidenciação de resultados, fundamentada na Lei 6.404/76. Assim, a legislação societária permitia apenas a apresentação do lucro operacional do período, em que se registravam receitas e despesas provenientes das atividades operacionais da empresa, e resultado não operacional, referentes a perdas anormais ou a ganhos e perdas na alienação de ativos.

Kanagaretnam, Mathieu e Shehata (2009) pesquisaram os benefícios oriundos da publicação de outros resultados abrangentes (*value relevance*), após a emissão do *Handbook* de 2005, seção 1530, o *Canadian Accounting Standards Board* tornou obrigatória sua evidenciação no Canadá. A amostra de companhias canadenses integrantes simultaneamente do índice TSE 300 da Bolsa de Toronto, NYSE, ASE e NASDAQ no período de 1998 a 2003 testou a associação do lucro abrangente e do lucro líquido com o retorno de ações e preço de mercado. Os autores comprovaram que componentes do resultado abrangente, como ativos financeiros disponíveis para venda e *hedge* de fluxo de caixa, são os mais explicativos do retorno das ações e valor de mercado da empresa. Entretanto, no que tange à predição de resultados futuros, o lucro líquido demonstrou-se superior em utilidade.

Kabir e Laswad (2011) investigaram nas companhias neozelandesas de capital aberto quatro propriedades do lucro líquido e do lucro abrangente: persistência, variabilidade, capacidade preditiva e *value relevance* do lucro líquido e do lucro abrangente. Segundo os autores, os Outros Resultados Abrangentes têm capacidade preditiva incremental à remuneração dos administradores, mas não há diferenças significativas com os resultados apurados com o lucro líquido em 2010, período posterior às novas exigências previstas no IAS 1.

Serrat, Gutierrez e Perez (2011) averiguaram se o resultado abrangente (RA) apresenta maior relevância valorativa em relação ao resultado do período, como também quais fatores do RA determinam essas diferenças. A amostra composta por empresas de setores não financeiros da bolsa espanhola denota que

a utilidade do RA abrange a explicação do valor e da rentabilidade da empresa. Ademais, a conversão de moeda estrangeira para moeda local constitui o único item capaz de explicar o incremento da relevância promovido pelo resultado abrangente entre os exercícios de 2008 e 2009.

Pinheiro, Macedo e Vilamaior (2012) analisaram empiricamente a volatilidade dos Outros Resultados Abrangentes (ORA), se fossem registrados no lucro do período. A amostra percebida pelo estudo foi composta por 21 empresas brasileiras não financeiras com divulgação de informações contábeis na *New York Stock Exchange* (NYSE) entre 2003 e 2007, pelas quais foram analisados o lucro líquido e as variações de capital. A escolha por empresas que publicaram em *United States Generally Accepted Accounting Principles* (US GAPP) repousa na abrangência de um recorte temporal mais extenso. Os achados sinalizam o eventual reconhecimento dos ORA no resultado do período como capaz de aumentar a volatilidade do lucro líquido nas empresas analisadas, porém sem tendência definida, conferindo-se à conversão das demonstrações contábeis de investimentos no exterior o principal motivo para isso. Contudo, os resultados alcançados pelo teste de médias demonstram que não há diferenças significantes entre a volatilidade do lucro líquido e do lucro abrangente.

Turktas *et al.* (2013) investigaram a influência de fatores da Teoria Positiva da Contabilidade na escolha do formato de apresentação do resultado abrangente e, especificamente, como esta se reflete no retorno das ações de empresas do *S&P Europe 350*, índice de ações dos dezessete principais mercados europeus. Os resultados obtidos sinalizam a razão preço lucro e retorno da ação como negativamente relacionados à forma de divulgação do resultado abrangente.

Mazzioni, Oro e Scarpin (2013) avaliaram o lucro líquido e o resultado abrangente enquanto medidas de predição do desempenho de companhias abertas brasileiras integrantes do setor elétrico, tendo por base a volatilidade dos resultados de 2010 a 2011. Os resultados encontrados não evidenciam o resultado abrangente como valor preditivo mais relevante quando comparado ao lucro líquido. Ressalta-se a utilização de um período restrito adotado pelos autores, em que se pode cogitar a possibilidade de alcançar resultados divergentes para uma amostra e dimensão temporal maior.

Checon (2013) verificou o impacto do formato de apresentação do resultado abrangente e da realização de Outros Resultados Abrangentes na decisão de

investimento no mercado de capitais. A autora realizou uma pesquisa qualitativa com 171 discentes de pós-graduação *lato sensu* (MBA), de maneira a utilizá-los como *proxy* de investidores não profissionais. Os resultados encontrados não permitem afirmar que a forma pela qual se apresenta o RA torna o investimento mais atrativo.

Curcino, Lemes e Botinha (2014) verificaram o impacto da evidenciação do resultado abrangente nos indicadores de rentabilidade, no contexto pós-convergência das normas brasileiras às normas internacionais de contabilidade. Para tanto, foram analisados os relatórios financeiros de 2010 a 2012 de companhias do índice Bovespa (IBOVESPA), a fim de calcular os indicadores retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) e Lucro por Ação (EPS). Embora isoladamente algumas empresas da amostra tenham apresentado variações notórias dos indicadores, de modo geral, não houve diferença estatisticamente significativa para as apurações com base no lucro líquido e no abrangente.

Madeira e Costa Júnior (2015) investigaram o conteúdo informacional dos Outros Resultados Abrangentes em 40 companhias não financeiras do IBOVESPA entre 2010 e 2011. O modelo Ohlson (1995), empregado na pesquisa, não evidenciou relação estatisticamente significativa entre os ORA e o valor de mercado das empresas. Os autores atribuem os resultados alcançados à falta de entendimento da rubrica, haja vista a obrigatoriedade recente e baixa qualidade da divulgação dos ORA. Acredita-se, inclusive, que a utilização do referido modelo em sua versão mais antiga, como também uma janela reduzida de análise colaborou para tais constatações.

Na mesma direção, Silva e Silva (2015) analisaram o conteúdo informativo da Demonstração do Resultado Abrangente para empresas abertas brasileiras integrantes do Novo Mercado. Os autores, dada a extensão do período para 2010 a 2012, por meio do teste de diferenças de médias entre o lucro líquido e lucro abrangente encontraram indicativos que os itens da demonstração têm o potencial de gerar volatilidade no resultado do exercício, caso fossem computados no resultado do exercício.

A falta de consenso nos contextos nacional e internacional acerca a utilidade do RA demonstra diversos aspectos da temática a serem explorados. Como dito anteriormente, este trabalho versa sobre outros resultados abrangentes. Nesses termos, esta pesquisa avança ao analisar os efeitos da participação de outros

abrangentes no custo de capital próprio, determinando ainda os componentes mais impactantes à divulgação no Brasil entre 2010 e 2014.

2.3 CUSTO DE CAPITAL

No âmbito das deliberações financeiras, o principal objetivo da empresa é maximizar seu valor de mercado por meio da realização de projetos (DAMODARAN, 2004). Nesse sentido, o custo de capital apresenta-se como elemento crítico dependente do risco do investimento (BREALEY; MYERS; ALLEN, 2013) que impacta o orçamento de capital e fornece subsídios à definição do uso de dívidas *versus* capital patrimonial (BRIGHAM; EHRHARDT, 2006). Por isso, torna-se relevante estimar o custo de capital total em função do custo de oportunidade de cada projeto de investimento da organização.

Conforme observam Yamamoto e Salotti (2006), o custo de capital corresponde à taxa de venda necessária pela empresa para auferir um montante fixo de capital. Assaf Neto (2007) define-o como a taxa de retorno esperada pelas diferenciadas fontes de financiamento (própria e de terceiros) de uma firma. Já no dizer de Brealey, Myers e Allen (2013, p. 195), o custo de capital consiste na “taxa de retorno esperada em uma carteira com todos os títulos da empresa”. Em Lima (2007, p. 16-17), encontra-se o seguinte esclarecimento do conceito:

O custo de capital é a remuneração esperada pelos acionistas e credores pelo custo de oportunidade do investimento de seus recursos em uma determinada empresa em vez de outra de risco semelhante. [...] podem ser oriundas de várias fontes: empréstimos, financiamentos, emissão de ações, autofinanciamento através de retenção de lucros e emissão de outros títulos (LIMA, 2007, p. 16-17).

Weston e Brigham (2004) consideram, basicamente, que a importância do custo de capital reside em três aspectos: i) elaboração do orçamento de capital; ii) decisão de arrendar *versus* comprar ativos; iii) decisão de utilização de dívidas *versus* capital próprio. Em acréscimo, Pratt e Grabowski (2008) afirmam o custo de capital estimado como elo essencial para conversão do fluxo de rendimento

esperado em uma estimativa de valor presente, que viabiliza as decisões de preços, bem como a comparação entre oportunidades de investimento.

O cálculo do custo total de capital, WACC, consiste, em geral, na média ponderada dos custos de capital próprio e de terceiros da empresa (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 1995; ASSAF NETO; LIMA, 2011). Segundo Assaf Neto, Lima e Araújo (2008), a formulação do WACC é:

$$WACC = (K_e \times WPL) + (K_i \times WP) \quad (1)$$

Em que

K_e : custo de oportunidade do capital próprio;

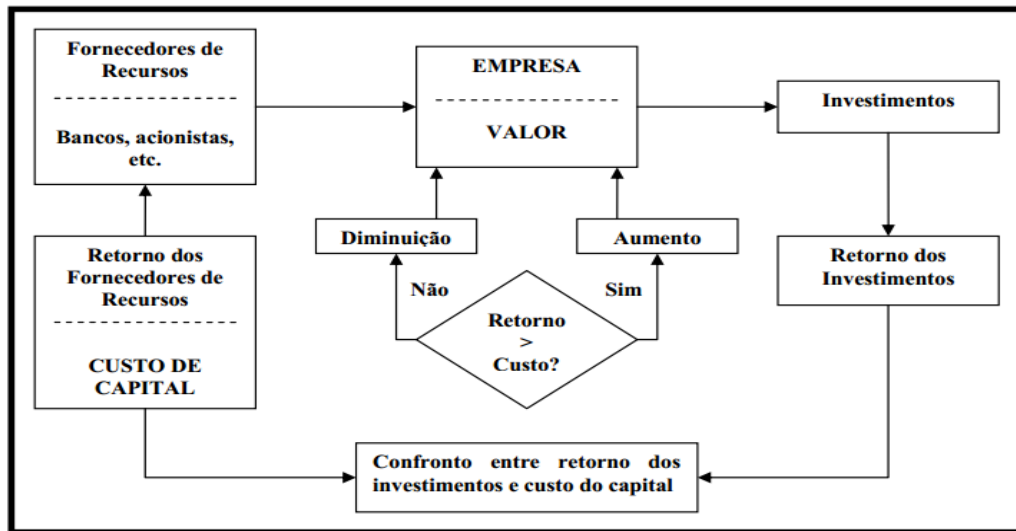
WPL : proporção do capital próprio $[PL/P + PL]$;

K_i : custo de capital de terceiros;

WP : proporção de capital oneroso de terceiros $[P/P + PL]$;

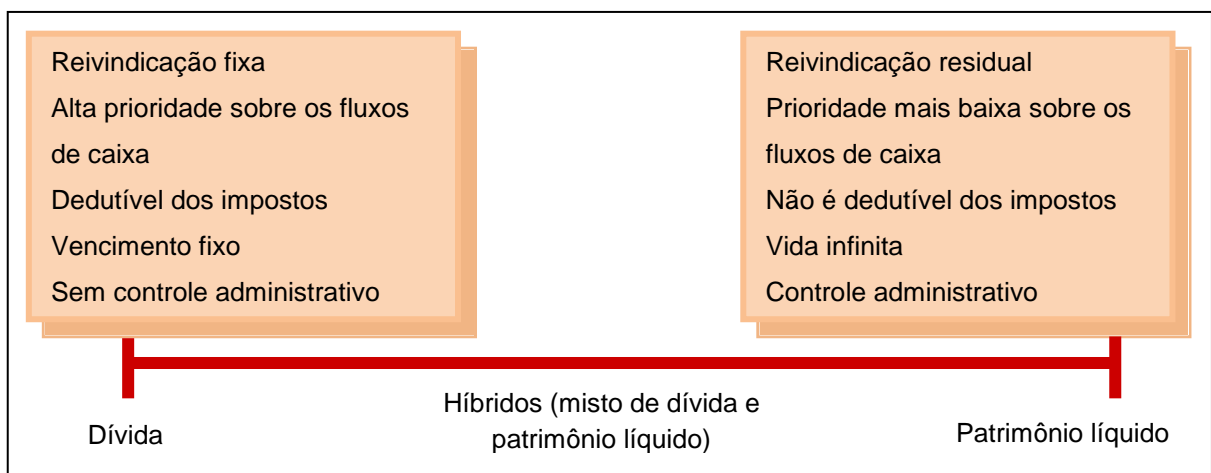
P, PL : passivo oneroso e patrimônio líquido, respectivamente.

Assaf Neto e Lima (2011) destacam também a utilização do custo de capital como taxa de desconto dos fluxos previstos de caixa do investimento. Dessa maneira, se o retorno auferido superar o custo de capital há criação de valor pela empresa mediante apuração de um valor presente líquido. Do contrário, a decisão de investimento não consegue remunerar as fontes de recursos, e acaba por destruir o valor econômico da entidade. A definição do custo de capital que abrange todos os aspectos até o momento mencionados é indicada na Figura 4.

Figura 4: Significado do custo de capital

Fonte: Lopo *et al.*, 2001, p. 207.

Como dito, a empresa pode empregar, basicamente, duas fontes de recursos para financiamento de seus ativos. A primeira é constituída pelo capital dos investidores, do qual se espera um retorno remunerado em função do risco, denominado custo do patrimônio líquido. Já os passivos onerosos contabilizados nos empréstimos e financiamentos das firmas compõem o custo da dívida, isto é, a expectativa de retorno dos financiadores, inclusive com um prêmio para risco de não pagamento (DAMODARAN, 2004; ASSAF NETO, 2007). Há também recursos híbridos, em que se mesclam características de dívidas e do patrimônio líquido. A Figura 5 demonstra um comparativo entre as opções de financiamento.

Figura 5: Dívida versus patrimônio líquido

Fonte: Damodaran (2004, p. 400).

Segundo Damodaran (2004), a diferença fundamental entre dívida e patrimônio líquido é a natureza. Sendo assim, a dívida é considerada um meio de financiamento com data de vencimento fixa e direitos contratuais prévios sobre os fluxos de caixa e ativos da empresa, tanto para pagamentos quanto em circunstâncias de liquidação. Além disso, o tratamento adotado por algumas legislações tributárias pode colaborar com a economia de impostos. Essa opção de financiamento pode ser exemplificada por dívida bancária, leasing e títulos. O patrimônio líquido, em termos de ação, constitui um instrumento de financiamento que confere ao portador direito residual sobre a entidade e não cria benefícios tributários mediante pagamento. A ação não tem prazo de vencimento, nem prioridade em situação de falência da empresa, mas atribui controle total da administração desta.

Ainda de acordo com o autor supracitado, para as companhias de capital fechado são fontes de financiamento o patrimônio líquido do proprietário, recursos aplicados pelos sócios da empresa, e capital de risco e líquido privado, fundos na figura de capital especulativo. Em companhias abertas, a emissão de ações é o meio mais frequente para aumentar o patrimônio líquido, entretanto, pode-se fazê-lo mediante opções de ações, tais como direitos de valor contingente e *warrants*, os quais proporcionam aos investidores uma opção que garante a venda ou aquisição futura de ações a preços fixos como alternativa à volatilidade de mercado. Citam-se como títulos híbridos as ações preferenciais, títulos vinculados a opções e dívida conversível, em que um direito de dívida pode ser transformado em patrimônio líquido, conforme faculdade do seu portador.

A ênfase da maior parte dos estudos internacionais e nacionais tem sido o custo de capital próprio (LIMA, 2007; GARBRECHT; ESPEJO; SOARES, 2013). Tal foco deve-se à facilidade de observação do custo do capital de terceiros, em detrimento da complexidade pragmática em dimensionar o custo do patrimônio líquido, principalmente, em companhias com grande dispersão acionária no mercado financeiro, visto não ser possível determinar com precisão o retorno almejado pelos acionistas ou potenciais investidores. Nessas condições, o custo de capital próprio, enquanto subjetivo e menos observável, requer métodos específicos para essa apuração. Aspectos específicos da literatura e alguns modelos de mensuração serão tratados a seguir.

2.4 CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO

Pratt (2002, p. 42) define custo de capital próprio como “a taxa de retorno esperada necessária para induzir investidores a aplicar fundos particulares em um investimento de capital”. O retorno sobre o patrimônio líquido é representado, basicamente, por: i) dividendos ou distribuições de lucros; e, ii) mudanças no valor de mercado, mediante ganhos ou perdas de capital.

Nota-se também uma tendência de relação diretamente proporcional entre retorno e risco, pois o maior risco de um investimento tende a maiores retornos para os investidores. Tal probabilidade de ganho ou perda na decisão de investimento é calculada pelo somatório do risco sistemático, associado à sensibilidade do mercado independente da diversificação, e do risco diversificável, dispersão dos retornos em referência aos resultados da carteira de mercado (ASSAF NETO; LIMA; ARAÚJO, 2008). Assim, esse grau de incerteza envolve diversos fatores, como por exemplo, crise cambial, comportamento político-econômico, conjunturas de endividamento, concorrências e questões de ordem tributária.

O custo de capital de um investimento resulta da combinação da taxa livre de risco (*risk-free rate*) e do prêmio pelo risco de mercado (*premium for risk*). A taxa paga pelos investimentos livre de risco, em geral, mensurada pela média das taxas de juros históricas de títulos públicos. Assaf Neto, Lima e Araújo (2008) esclarecem:

[...] a taxa livre de risco (RF) deve expressar o correto cumprimento da obrigação de pagamento, por parte do devedor, do principal e dos encargos financeiros, em conformidade com seus respectivos vencimentos. Em outras palavras, uma taxa livre de risco não pode revelar incerteza alguma com relação ao inadimplemento (*default*) de qualquer obrigação prevista no contrato de emissão do título.

O prêmio demandado pelo investidor constitui uma taxa adicional em virtude de aceitar o risco. Sendo o nível de aceitação dependente de cada investidor, o prêmio de risco é quantificado pela média dos prêmios requeridos pelos investidores. Estudos internacionais (GERBHARDT; LEE; SWAMINTHAN, 2001; GODE; MOHANRAM, 2003; BOTOSAN; PLUMLEE, 2005) utilizaram como determinantes do risco fatores como, beta, volatilidade dos resultados, alavancagem, tamanho e crescimento dos lucros. Com base nos achados dessas

pesquisas, demonstram-se no Quadro 1, a seguir, as associações esperadas para cada uma das variáveis representativas do prêmio de risco, assim como trabalhos referenciados que as justificam.

Quadro 2: Variáveis representativas do prêmio de risco

Medida	Associação esperada	Estudos citados como justificativa
Beta (β)	Positiva	Hamada (1972) Chung (1989) Harris e Marston (1992) Marston e Harris (1993) Gordon e Gordon (1997) Harris <i>et al.</i> (2002) Malkiel (1997)
Volatilidade dos lucros	Negativa	Barth <i>et al.</i> (1999) Madden (1998)
Alavancagem	Positiva	Modigliani e Miller (1958) Fama e French (1997)
Tamanho	Negativa	Diamond e Verrecchia (1991) Berk (1995)
Crescimento de longo prazo nos lucros	Positiva	La Porta (1996) Beaver <i>et al.</i> (1970)
Razão valor patrimonial / valor de mercado da ação (<i>book to market ratio</i>)	Positiva	Fama e French (1997) Lakonishok <i>et al.</i> (1994) Berk (1995)
Prêmio de risco do setor	Sem definição <i>a priori</i>	Fama e French (1997)

Fonte: Alencar (2007, p. 32).

A hipótese basilar do principal método de estimação do custo de capital próprio – *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) – assume que o prêmio de risco requerido pelo investidor é determinado pelo risco sistemático (β), de modo a concentrar todos seus elementos representativos. Entretanto, evidências empíricas contrariam tal pressuposto teórico, de forma a sustentar uma relação entre o prêmio pelo risco de mercado e diferenciados fatores (ALENCAR, 2007).

2.4.1 MODELOS PARA MENSURAÇÃO DO CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO

Sendo o custo de capital próprio um conceito de visão, cujas expectativas acerca dos valores de retorno não são diretamente observáveis, deve-se estimá-lo mediante evidências atuais e passadas do mercado (PRATT, 2002). Neste tópico, são explicados três dentre os métodos elencados pela literatura de finanças para

cálculo dos retornos esperados de investimentos em condições de risco: a) *Capital Asset Pricing Model* (CAPM); b) Ohlson-Juettner (OJ); e, c) Modelo Easton.

2.4.1.1 *Capital Asset Pricing Model* (CAPM)

O modelo de precificação de ativos mais propagado academicamente e utilizado pelos analistas de mercado (GRAHAM; HARVEY, 2001) é o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Introduzido na literatura acadêmica por Sharpe (1964), Lintner (1965) e Mossin (1966), o CAPM visa à valoração de ativos em circunstâncias de um mercado equilibrado, em que investidores partilham informações e função de utilidade. O método infere a relação entre risco e retorno de um ativo, de modo a prover uma taxa de retorno para as avaliações de projetos de investimento e viabilizar a previsão dos retornos de ativos não negociados regularmente no mercado. Há controvérsias acerca da validade dessa estimativa (REINGANUM, 1981; FAMA; FRENCH, 1993; GARRÁN, 2006; MAZZEU; COSTA JÚNIOR; SANTOS, 2013), todavia, é digna de nota a precisão viabilizada pelo embasamento econômico de seu processo metodológico.

Lima (2007) afirma que o CAPM pode ser empregado tanto para mensuração do custo de capital de um ativo isolado, quanto para a apuração da expectativa de uma carteira de ativos. Em quaisquer das situações, a hipótese central do modelo assume que o prêmio de mercado requerido pelo investidor é definido apenas pelo risco sistêmico. Por isso, essa técnica de estimativa trata da teoria de carteiras como modelo unifatorial representado pelo β , coeficiente de covariância entre título e mercado.

Matematicamente, o modelo CAPM é expresso assim:

$$K = R_F + \beta(R_M - R_F) \quad (2)$$

Em que: K = taxa de retorno requerida para o investimento (custo de capital); R_F = taxa de retorno do ativo livre de risco; R_M = taxa de retorno da carteira de mercado; β = coeficiente beta do título (risco sistemático); $(R_M - R_F)$ = prêmio pelo risco de mercado.

O *beta* (β) expressa o risco sistemático de um ativo ao medir a intensidade da variação esperada no preço em função da variação do mercado (GREGÓRIO, 2005), de modo que quanto maior o *beta* do investimento, maior o risco. Esse coeficiente é empregado para evidenciar o incremento necessário no retorno do ativo que, de fato, remunerará seu risco sistemático (ASSAF NETO; LIMA, 2011). O cálculo do *beta* é dado pela razão entre a covariância do retorno esperado em relação ao retorno da carteira de mercado dividido pela variância do retorno de mercado:

$$\beta_i = \frac{Cov(K, R_M)}{Var(R_M)} \quad (3)$$

O ativo livre de risco proporciona a possibilidade de investimentos com plena certeza de retorno, no tocante à intensidade e vencimento do fluxo de caixa futuro. Geralmente, utiliza-se como aproximação juros pagos pelos títulos públicos. No Brasil, são considerados o Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic), taxa referencial para pagamento, restituição, compensação ou reembolso de títulos públicos federais como taxa de juros livre de risco, e o Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (IBOVESPA), que representa as negociações do mercado secundário de ações (GREGÓRIO, 2005; ASSAF NETO; LIMA; ARAÚJO, 2008). Já o retorno de mercado apresenta todos os ativos de mercado que proporcionalmente constitui uma carteira ótima de mercado (GARRÁN, 2006).

Elton (2012, p. 280 - 281) traz com profundidade as premissas subjacentes ao modelo padrão de precificação de ativos (CAPM), elencando um conjunto de dez implicações que tornam essa modelagem mais rígida:

- 1) Não existem custos de transação, tanto para comprar quanto para vender ativos, pois a inclusão destes agregaria complexidade ao modelo ao considerar que o retorno do ativo dependeria de sua propriedade ou não pelo investidor antes da decisão.
- 2) Ativos são infinitamente divisíveis, fato que permite o investidor posicionar-se independente da proporção de sua riqueza.

- 3) Não há tributação (imposto de renda de pessoa física). Dessa forma, assume-se que o investidor não atribui importância à forma de recebimento dos retornos, seja por dividendos distribuídos, seja por ganhos de capital.
- 4) Investidores, em conjunto, conseguem influenciar o preço das ações mediante a compra ou venda destas, mas não individualmente, como acontece no mercado perfeito.
- 5) Os investidores servem-se somente das expectativas de retorno e das variações em relação às médias na tomada de decisões.
- 6) O investidor pode vender ações a descoberto sem limitações de quantidade.
- 7) O investidor pode captar e conceder empréstimos em qualquer quantidade à taxa de juros livre de risco.
- 8) A expectativa dos investidores é homogênea em relação à média e variância dos retornos no mesmo período.
- 9) Os investidores têm expectativas iguais no que tange aos elementos essenciais para as decisões de uma carteira de investimentos: retornos esperados, variância dos retornos e a matriz de correlações entre pares de ações.
- 10) Todos os ativos podem ser negociados no mercado, inclusive capital humano.

Em virtude da metodologia do CAPM se aplicar a mercados estáveis, alguns aspectos têm sido reavaliados para sua utilização em potências econômicas emergentes. Nesse sentido, Assaf Neto, Lima e Araújo (2008) listam os principais entraves que restringem a validação do modelo no contexto brasileiro:

- a) O mercado de capitais brasileiro é menos representativo, quando se trata de número de companhias abertas, dos papéis e volumes de negociação;
- b) Participação pequena de ações ordinárias no mercado acionário, tendo em vista que a maior parte dos negócios compreendem ações preferenciais. Tais títulos não conseguem indicar o desempenho efetivo e o valor econômico agregado pelas companhias;
- c) O controle de capital é concentrado em pequenos grupos de investidores, fato que acarreta a redução da liquidez dos títulos negociados;
- d) Não há grande rigor pelas informações divulgadas nas demonstrações financeiras, visto a baixa qualidade informacional e utilização de técnicas para gerenciamento de resultados, que acabam por retratar uma situação diferente da realidade, de modo a reduzir o poder analítico da informação contábil;
- e) Informações de mercado voláteis decorrentes de inflação, desvalorização da moeda, elevadas taxas de juros, etc. Isso diminui a representatividade das médias de mercado e a solidez das taxas de projeções futuras.

Para solucionar essa questão, uma proposta metodológica para o cálculo do custo de capital no Brasil empregou o CAPM como o prêmio de risco de mercado dos Estados Unidos incluindo a medida risco-país. O risco-país, também chamado risco soberano, visa evidenciar o risco da economia do país, e refere-se aos valores adicionais pagos pelo título brasileiro *Capitalization Bond* (*C-Bonds*) em comparação com os *Treasury Bonds* (*T-Bonds*), títulos similares emitidos pelo Departamento do Tesouro dos Estados Unidos (ASSAF NETO; LIMA; ARAÚJO, 2008). O custo de capital próprio baseado no CAPM reformulado à realidade brasileira passa a ser apurado conforme a equação 4.

$$K = R_F + \beta(R_M - R_F) + \alpha_{BR} \quad (4)$$

Em que: α_{BR} = risco-país.

Como os investimentos no Brasil envolvem maior assunção de riscos, o risco-país apresenta-se como vantagem mínima requerida pelos investidores para compensar o retorno que teriam se aplicassem seus recursos em um mercado de risco reduzido, como os EUA.

Na presente pesquisa, os dados relativos à estimativa de capital próprio pela metodologia do CAPM foram extraídos do Bloomberg™. Este provedor de informações financeiras trata o cálculo assim: soma-se o prêmio de risco de ações à taxa livre de risco. Esta, por sua vez, é apurada pelo produto entre o risco sistemático (β) e prêmio do país (diferença entre retorno previsto pelo mercado e a taxa livre de risco).

2.4.1.2 Modelo de Ohlson-Juettner (OJ)

Em 1995, Ohlson desenvolveu uma metodologia para avaliação do valor da empresa com base nos ganhos anormais (*Residual Income Value*). A modelagem simples e de fácil aplicação conquistou espaço na literatura pela proposta de utilizar dados contábeis na formulação.

As premissas centrais do modelo são: a) o valor da companhia corresponde ao valor presente dos dividendos esperados; b) Inclusão apenas das mutações não decorrentes de aportes ou distribuições de capital no lucro contábil; e, c) consideração dos retornos anormais como a diferença entre os ganhos do período atual e os ganhos normais do período anterior. A principal contribuição do modelo refere-se à admissão de informações contábeis que não têm impacto no resultado atual, mas com efeitos nos resultados esperados futuros (DECHOW; HUTTON; SLOAN, 1999; LO; LYS, 2000; CALIJURI; BISPO; JUNQUEIRA, 2008).

Após dez anos da primeira proposta, Ohlson e Juettner-Nauroth publicaram um modelo alternativo que utiliza o lucro por ação (*Earnings Per Share - EPS*) e sua evolução para determinar o valor da firma (MARTINS; GALDI; LIMA; NECYK; ABE,

2006). A aplicação do Modelo OJ depende de menos premissas. A primeira assume que avaliação da companhia é função do *eps* do período posterior, do crescimento de curto e longo prazo do *eps* e do custo de capital. O crescimento dos retornos anormais é dado pela equação 5.

$$P_0 = \frac{eps_1}{r} + \sum_{t=1}^{\infty} R^{-t} (z_t) \quad (5)$$

Em que: $z_t = \frac{1}{r}[eps_{t+1} + rdps_t - Reps_t]$ $t = 1, 2, 3$; $R = (1 + r)$; P_0 = preço por ação na data atual ($t = 0$); eps_1 = lucro por ação esperado na data ($t = 1$); eps_{t+1} = lucro por ação esperado na data ($t + 1$); dps_1 = dividendo por ação esperado na data ($t = 1$); r = custo de capital próprio.

Conforme observam Ohlson e Juettner-Narouth (2005), a interpretação de z_t depende de outra medida r_{zt} , que evidencia o desempenho esperado do período (t , $t + 1$). O r_{zt} é dado por: $[eps_{t+1} - (Reps_t - rdps_t)]$, em que $(Reps_t - rdps_t)$ representa uma referência para a expectativa e avaliação dos investimentos financeiros para o *eps* esperado para o período (*benchmark*). Assim, para $z = 0$ tem-se o prêmio igual a zero e $P_0 = eps_1/r$. Mas se $Z > 0$ existe uma expectativa superior do desempenho do *eps* apurada pelas alterações no *eps* ajustada pela reserva de lucros. Considera-se, ainda, que a política de dividendos tem efeito neutro no valor das ações, como também não afeta z_t (capacidade de poupar), conforme se evidencia nas situações demonstradas no modelo:

- 100% de distribuição do lucro: $rz_t = \Delta eps_{t+1}$. Nesse caso $zt = 0$, se e somente se não houver crescimento no *eps* esperado, sendo $eps_{t+1} = rz_t = eps_t$.
- 0% de distribuição do lucro: $rz_t = eps_{t+1}$. Nesse caso $zt = 0$, se e somente se o crescimento no *eps* esperado é igual a r , sendo $\Delta eps_{t+1}/eps_t = r$.

A segunda premissa do modelo OJ (2005) afirma que a seguinte condição deve ser satisfeita: $z_{t+1} = \gamma z_t$, onde $1 \leq \gamma \leq r$ e $z_1 > 0$. Assim sendo, o valor presente dos dividendos esperados equipara-se ao valor da ação, e a sequência

$\{z_t\}_{t+1}^{\infty}$ evolui positivamente. A partir dessa premissa deriva-se a seguinte equação para o custo de capital:

$$r = \frac{1}{2} \left(\gamma - 1 + \frac{dps_1}{P_0} \right) + \sqrt{\frac{1}{2} \left(\gamma - 1 + \frac{dps_1}{P_0} \right)^2 + \frac{eps_1}{P_0} \times \left(\frac{\Delta eps_2}{eps_1} - (\gamma - 1) \right)} \quad (6)$$

Lima (2005), Martins *et al.* (2006) e Calijuri, Bispo e Junqueira (2008) ressaltam que a complexidade da fórmula é aparente, visto a determinação do custo de capital necessitar somente das seguintes variáveis: preço atual (P_0), dividendo por ação esperado ao final do período 1 (dps_1), lucro por ação esperado ao final do período 1 (eps_1), crescimento esperado do lucro do período 1 em comparação ao período 2 Δeps_2 e do parâmetro γ .

Em vista do embasamento na expectativa do crescimento anormal dos lucros, o modelo Ohlson-Juettner (2005) trata como *proxy* as projeções dos analistas de mercado. Para Lima (2007) isso pode implicar viés nos resultados encontrados, representando uma desvantagem da estimação por essa modelagem.

2.4.1.3 Modelo Easton

O Modelo Easton, também chamado *PEG Ratio*, é uma generalização do modelo Price-Earnings-Growth (*PEG*) e baseia-se nos preços correntes e expectativas de lucros (ROVER; SANTOS, 2013). Essa metodologia foi desenvolvida a partir do Modelo Ohlson e Juettner-Nauroth (2000), versão que precedeu o Modelo Ohlson e Juettner-Nauroth de 2005 (NODA; MARTELANC; KAYO, 2015).

Em termos matemáticos o modelo é descrito assim:

$$P_0 = \frac{eps_1}{k} + k^{-1} \sum_{t=1}^{\infty} (1+k)^{-1} agr_t \quad (7)$$

Em que: P_t = preço por ação no período t ; eps_t = lucro por ação no período t ; k = custo de capital próprio; agr_t = crescimento anormal do lucro.

O crescimento anormal do lucro (agr_t) é apurado da seguinte maneira:

$$eps_{t+1} + k(dps_1) - (1 + k)eps_t \quad (8)$$

Em que: dps_t é o dividendo por ação no período t .

É possível que a empresa não tenha lucro anormal ($agr = 0$). Nesse caso, a equação do Modelo Easton é reduzida a:

$$P_0 = \frac{eps_1}{k} \quad (9)$$

Consequentemente, o custo de capital próprio equivale ao índice *lucro/preço* (L/P):

$$k = \frac{eps_1}{P_0} \quad (10)$$

Em resumo, o Modelo Easton (2004) adota a projeção de lucro e dividendo por ação do próximo período para estimar uma medida de crescimento anormal do resultado. A premissa central da estimativa assume o crescimento anormal como constante e ascendente após o período inicial. Sendo assim, o modelo exige que as mudanças nos lucros sejam positivas para apurar uma solução numérica (LIMA; LIMA; LIMA; CORRAR; CARVALHO, 2010). No entanto, a viabilidade do método é suportada pela necessidade de um número reduzido de informações para apuração do custo de capital próprio, sem perdas significativas da qualidade dos resultados (HAIL; LEUZ, 2006; ALENCAR, 2007; NODA; MARTELANC; KAYO, 2015).

2.4.2 ESTUDOS NACIONAIS COM CAPM, OJ E EASTON

Gregório (2005) examinou se a rentabilidade sobre o patrimônio líquido (ROE) do setor bancário privado atuante no Brasil entre 1997 e 2004 era superior

em relação a setores não financeiros. De modo específico, comparou-se a rentabilidade com o custo de capital próprio, sendo este apurado pelo *Capital Asset Pricing* (CAPM). O modelo utilizou como *benchmark* as taxas dos Estados Unidos ajustadas ao risco Brasil. O autor considera que o risco Brasil elevado teve grande participação na estimativa do custo de capital.

Garrán (2006) descreveu as práticas usuais dos avaliadores de ativos para estimação do custo de capital próprio. Com dados de 2002 a 2006, o autor conseguiu confirmar a predominância do uso do CAPM nas pesquisas brasileiras.

Martins *et al.* (2006) averiguaram se existem diferenças estatísticas entre as estimações de custo de capital próprio por meio de quatro modelos: Gordon, CAPM, APM e Ohlson-Juettner. A partir de uma amostra de 34 empresas do Ibovespa durante o exercício de 2005, os autores constataram que a escolha do modelo não é indiferente ao cálculo do custo de capital próprio. Notou-se que os resultados obtidos pelo OJ e Gordon se aproximam, e também a existência de forte fundamentação teórica no primeiro modelo. Quanto ao modelo CAPM, os achados demonstram grande subjetividade e alguns problemas técnicos, considerando a realidade do mercado de capitais brasileiro, não eficiente como os países de primeiro mundo.

Nakamura *et al.* (2006) pesquisaram a associação entre divulgação e custo de capital próprio em empresas brasileiras de capital aberto por meio de testes com o modelo CAPM, Dividendos Descontados e Ohlson-Juettner. Os resultados do trabalho indicam grande sensibilidade das estimativas de custo de capital em virtude da metodologia escolhida. Ressalta-se que na amostra analisada somente conseguiu obter-se um modelo regressivo sem erro de especificação com o CAPM.

Silva e Quelhas (2006) apresentaram o impacto da sustentabilidade empresarial no custo de capital próprio, medido pelo CAPM, para empresas brasileiras do IBrX de 2000 a 2002, e 2003 a 2005. Os resultados da pesquisa revelam diminuição do risco corporativo face à adoção de práticas de sustentabilidade, o que também reduz o custo de capital próprio e aumenta o valor econômico das companhias estudadas.

Alencar (2007) investigou a relação entre *disclosure* e custo de capital próprio em companhias abertas brasileiras. A amostra da pesquisa abrangeu as 50 empresas mais líquidas da BM&FBovespa para os exercícios de 1998, 2000, 2002, 2004 e 2005. Para tanto, o custo de capital foi estimado pelo modelo Easton. A

autora encontrou relações negativas entre as variáveis. Mas recomenda que os dados sejam testados por meio do CAPM.

Salmasi e Martelanc (2009) verificaram a relação entre boas práticas de governança corporativa e custo de capital próprio em companhias abertas brasileiras. Para tanto, empregou-se o CAPM e o modelo de Três Fatores. Segundo os autores o intuito da pesquisa consistia na constatação de possíveis diferenças entre as modelagens de cálculo do custo de capital próprio. Isso se confirmou, pois o CAPM foi o único modelo que apresentou uma relação positiva do custo de capital próprio em empresas de quaisquer níveis de governança.

De forma similar à proposta de Silva e Quelhas (2006), Rover e Murcia (2010) analisaram a influência do nível de disclosure econômico e voluntário no custo de capital de empresas brasileiras, estimado pelo modelo Ohlson e Juettner-Nauroth. A amostra, composta pelas 100 maiores companhias não financeiras de capital aberto, confirmou que as divulgações econômica, socioambiental e total influenciam o custo de capital próprio, porém na direção inversa à esperada. Assim, na referida amostra, verificou-se que quanto maior o nível de *disclosure*, maior o custo de capital próprio.

3 METODOLOGIA

Esta unidade relata os passos metodológicos contemplados pela pesquisa em função do objetivo suscitado. Parte-se da classificação metodológica do estudo e dos critérios utilizados na composição da amostra e coleta de dados. Depois, são listados os aspectos empregados na mensuração da intensidade de outros resultados abrangentes no resultado abrangente total, de forma a utilizar como parâmetro a estrutura preconizada pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis. Adiante, explica-se a seleção das variáveis de controle, assim como aspectos basilares para formulação da hipótese de teste da pesquisa e o tratamento estatístico adotado. Por último, apresentam-se as limitações do estudo.

3.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA QUANTO ÀS ESTRATÉGIAS

A pesquisa empírica é classificada metodologicamente de acordo com as diversas estratégias empregadas. Assim, a categorização metodológica do presente estudo utilizou-se de um *mix* de autores da literatura, apontados no Quadro 2.

Quadro 3: Estratégia metodológica da pesquisa

CATEGORIA	CLASSIFICAÇÃO	REFERÊNCIAS
Abordagem metodológica	Positivista	Martins e Theóphilo (2007)
Abordagem do problema	Quantitativo	Raupp e Beuren (2006)
Cristalização do estudo	Formal	Cooper e Schindler (2011)
Objetivo do estudo	Descritivo	Andrade (1999), Martins (2000) e Cooper e Schindler (2011)
Procedimentos	Análise de conteúdo	Martins (2000), Martins e Lintz (2000)
Técnicas de coleta de dados	Pesquisa documental	Andrade (1999) e Martins (2000)
Efeito do pesquisador sobre as variáveis estudadas	<i>Ex post</i>	Martins (2000), Cooper e Schindler (2011)
Dimensão temporal	Longitudinal	Cooper e Schindler (2011)
Escopo do estudo	Estatístico	Cooper e Schindler (2011)

Fonte: a autora (2016).

Segue-se adiante a descrição da amostra e dos procedimentos técnicos para a coleta de dados.

3.2 AMOSTRA E COLETA DE DADOS

A população da pesquisa é composta por companhias abertas não financeiras da BM&FBovespa com divulgação de resultado abrangente no período de 2010 a 2014. A exclusão do setor financeiro deve-se à estrutura de capital e indicadores compreenderem características peculiares desse setor e distintas das demais empresas (LANA; MARCON; XAVIER; MELLO, 2013). A seleção temporal justifica-se pela obrigatoriedade no Brasil de divulgação do resultado abrangente face à emissão do CPC 26 em sua primeira versão, mediante aprovação da Deliberação nº 676/11 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e da NBC TG 26 (R2) do Conselho Federal de Contabilidade (CFC).

A amostragem não probabilística visa examinar a participação de outros resultados abrangentes no resultado abrangente total, de forma a testar sua relação com o custo de capital próprio estimado pelo modelo CAPM. Para tanto, as Demonstrações do Resultado Abrangente e os dados necessários à mensuração do custo de capital próprio são extraídos do provedor mundial de informações financeiras Bloomberg™.

Em 2010, havia 409 companhias de capital aberto listadas na BM&FBovespa. Para obtenção da amostra final foram subtraídas 266 empresas com atividades pertinentes a bancos, seguradoras, fundos e serviços diversificados, como também 55 companhias com informações incompletas, resultando em uma amostra final composta por 88 empresas.

Não existe comum acordo acerca da eliminação de *outliers* em trabalhos acadêmicos. Holloway, Rochman e Laes (2013) contribuíram com esse questionamento ao rodar o mesmo conjunto de dados com e sem *outliers* para identificar fatores influentes da escolha dos gestores sobre inversões de valor, para conservar um ativo em determinada carteira. Os autores sugerem diferenças significativas quando ultrapassados os desvios padrões próprios de uma distribuição normal de dados. Esta pesquisa, contudo, não retirou os *outliers* da amostra.

A Tabela 1 elenca as empresas analisadas após a filtragem da amostra, conforme a distribuição setorial do ICB (Referência de Classificação Setorial).

Tabela 1: Distribuição da Amostra por Setor

Setor de Atuação	Qtde de empresas
Bens Industriais	13
Construção e Transportes	17
Consumo Cíclico	17
Consumo não Cíclico	10
Materiais Básicos	11
Petróleo, Gás e Combustível	01
Tecnologia da Informação	04
Telecomunicações	02
Utilidade Pública	13
Amostra Final	88

Fonte: dados da pesquisa (2016).

3.3 PARTICIPAÇÃO DE ORA NO RESULTADO ABRANGENTE TOTAL

O cálculo da participação de outros resultados abrangentes no resultado abrangente (RA) total será precedido pela captação do valor do RA, constante na conta Resultado Abrangente Consolidado do Período (item 4.03 do plano de contas da BM&FBovespa) da demonstração financeira. Como dito na seção teórica, tal montante é calculado assim:

$$RA = LL + ORA \quad (11)$$

Em que: *LL* = Lucro líquido do período; *ORA* = Outros resultados abrangentes.

Após, calcula-se a intensidade de outros resultados abrangentes no resultado abrangente total conforme a equação 12. Destaca-se a utilização do período anterior ao ano de análise, considerando os impactos no custo de capital como *ex ante*.

$$IORA_{t-1} = \frac{ORA_{t-1}}{RA_{t-1}} \quad (12)$$

Em que: $IORA_{t-1}$ = Intensidade de outros resultados abrangentes no período anterior; ORA_{t-1} = Outros resultados abrangentes no período anterior; RA_{t-1} = Resultado abrangente total do período.

Quadro 4: Composição dos Outros Resultados Abrangentes

Item	Descrição
Variações na reserva de reavaliação	Ganhos e perdas na reserva de reavaliação, quando permitidas legalmente.
Alterações atuariais nos planos previdenciários	Ganhos e perdas atuariais de planos de benefício definido.
Conversão de demonstrações contábeis de operações no exterior	Ganhos e perdas não realizados, originados na conversão de demonstrações contábeis em moeda estrangeira.
Ajuste patrimonial de ativos financeiros disponíveis para venda	Ganhos e perdas não realizados em títulos disponíveis para venda, avaliados pelo valor justo.
Instrumentos de <i>hedge</i> em operação de <i>hedge</i> de fluxo de caixa	Parcela efetiva do ganho ou perda no <i>hedge</i> de fluxo de caixa; parcela efetiva do <i>hedge</i> da variação cambial; e o ganho ou perda em <i>hedge</i> de investimento líquido em operações no exterior.

Fonte: elaborado a partir do CPC 26 (R1).

3.4 VARIÁVEIS DE CONTROLE

Hair *et al.* (2009, p. 305) define variável de controle como “característica não incluída na análise, mas uma pela qual diferenças são esperadas ou propostas”. Em outras palavras, trata-se de uma variável que pode influenciar o comportamento de outra variável. As variáveis de controle consideradas na presente pesquisa são: 1) Internacionalização; 2) Grau de endividamento; 3) Tamanho; 4) Risco sistemático; 5) Razão preço da ação e valor patrimonial, descritas a seguir.

- a) Internacionalização (ADR): a literatura internacional indica que o risco relativo à posse de ações de empresas globalizadas diminui o custo de capital próprio (KIM; SINGAL, 2000; HAIL; LEUZ, 2006). Similarmente, no contexto brasileiro, existem achados de que a maior emissão de ADR diminui o custo de capital próprio das companhias listadas em bolsa (BRUNI, 2002; SILVEIRA, 2003).

- b) Grau de endividamento (LEV): Segundo Salmasi e Martelanc (2009), a alavancagem financeira apresenta efeito positivo no custo de capital, na medida em que se aumenta o risco associado à dependência do financiamento de terceiros e o risco de insolvência envolvido, caso a empresa não tenha capacidade para honrar com os compromissos futuros. Como o valor da empresa pode ser reduzido pelos interesses divergentes entre acionistas e credores (conflitos de agência da dívida), são estabelecidas cláusulas restritivas (*covenants*) capazes de proteger os credores em circunstância de violação contratual. Em vista dessa questão, companhias mais endividadas tendem a maior necessidade de recorrer ao financiamento interno, submetendo-se a um maior risco de capital. Consequentemente, os investidores acabam por exigir um retorno maior pelo risco assumido. Portanto, a relação esperada é positiva e suportada pelas evidências de Botosan e Plumlee (2005).
- c) Tamanho (SIZE): Empresas com maior dimensão, mais suscetíveis ao exame público, têm custos políticos elevados (WATTS; ZIMMERMAN, 1978). A expectativa é de que a maior visibilidade estimule o cumprimento das divulgações financeiras exigidas pelas normas, com vistas a reduzir os custos políticos. Estudos internacionais denotam uma relação negativa entre o tamanho da companhia e o custo de capital próprio (DIAMOND; VERRECCHIA, 1991; BERK, 1995; BOTOSAN, 1997; BOTOSAN; PLUMLEE, 2002; HAIL, 2002; CHEN *ET AL.*, 2003). No cenário brasileiro, o trabalho de Alencar (2007) desenvolvido no âmbito nacional também sustenta essa associação entre a variável de controle e o custo de capital das companhias abertas brasileiras para os períodos de 1998, 2000, 2002, 2004 e 2005.
- d) Risco sistemático (BETA): as premissas do modelo *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) assumem uma relação positiva entre o risco não diversificável de uma carteira de ações e o custo de capital próprio da empresa. Tal afirmação repousa igualmente nas evidências encontradas por Botosan (1997), Botosan e Plumlee (2002), Hail (2002), Chen *et al.* (2003).

- e) Razão preço da ação e valor patrimonial (P/B): Alencar (2007) assevera que um valor mais alto da relação entre preço e valor patrimonial da ação pode sinalizar maior expectativa de crescimento, menor risco de mercado ou maior conservadorismo na contabilidade. Considerando-se que a referida variável equivale ao inverso do *Book-to-Market*, que possui evidências de uma relação positiva com o custo de capital próprio (FAMA; FRENCH, 1992; GEBHARDT, 2001; BOTOSAN; PLUMLEE, 2005), espera-se uma relação negativa entre P/B e custo de capital próprio.

Em resumo, a Tabela 2 apresenta as variáveis de controle do estudo, assim como as métricas para sua mensuração e a expectativa das relações estatísticas.

Tabela 2: Variáveis de controle

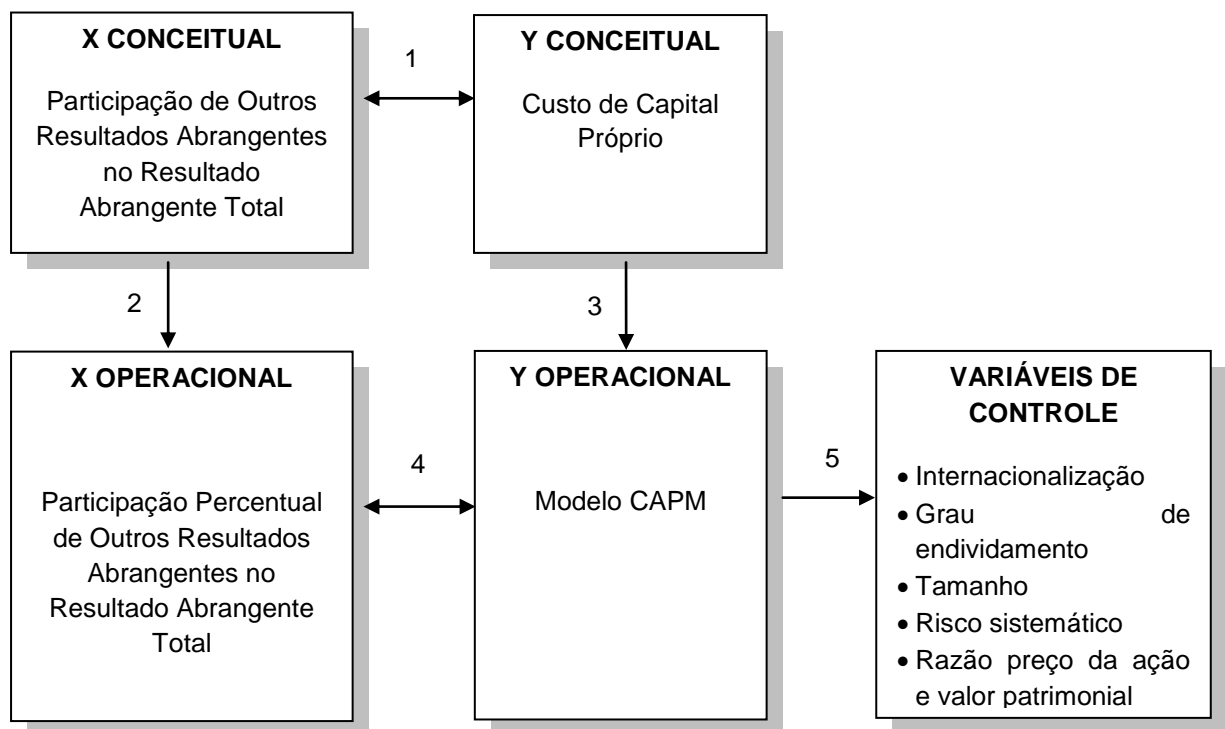
Variável	Proxy	Código	Definição operacional	Relação esperada
Internacionalização	Variável <i>Dummy</i> que representa a existência de <i>American Depositary Receipts</i> (ADR) emitido durante ou depois do período considerado	ADR	Atribuído 0 para Não e 1 para Sim	-
Endividamento	Verifica o grau de endividamento da empresa	LEV	$Ln\left(\frac{Exigível\ Total}{Ativo\ Total}\right)$	+
Tamanho	Representa o tamanho da firma	SIZE	<i>Log da Receita</i>	-
Risco sistemático	Representa o risco não diversificável por uma carteira de ações	BETA	<i>Beta em 12 meses</i>	+
Razão entre o preço da ação e valor patrimonial	Representa a distância entre o valor contábil da ação e as expectativas de mercado	P/B	Inversão do índice <i>Market-to-Book</i> , medido pela relação entre valor patrimonial e preço da ação	-

Fonte: elaborado a partir dos dados da pesquisa (2016).

3.5 DESENHO E HIPÓTESE DA PESQUISA

A Figura 6 ilustra o desenho da pesquisa conforme a estrutura de validade preditiva adaptada de Libby, Bloomfield e Nelson (2002), em que constam definições conceituais e operacionais das variáveis selecionadas.

Figura 6: Desenho da pesquisa



Fonte: adaptado de Libby, Bloomfield e Nelson (2002).

Os constructos teóricos são explicitados pelas variáveis conceituais (conectivo 1). A operacionalização do modelo (conectivos 2 e 3) visa testar a associação entre divulgação do resultado abrangente e custo de capital próprio (conectivo 4). O conectivo 5 apresenta fatores que podem afetar o custo de capital conforme o modelo CAPM.

Considera-se, pois, que companhias de capital aberto com a maior intensidade de outros resultados abrangentes no resultado abrangente total tendem a possuir menor custo de capital próprio.

A partir das constatações de Cahan *et al.* (2000) e Abd-Elsalam e Weetman (2003), Biddle e Choi (2006), Coelho e Carvalho (2007), Pinheiro, Macedo e Vilamaior (2010), formulou-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H1: Quanto maior a intensidade de outros resultados abrangentes, menor o custo de capital próprio.

3.6 TRATAMENTO E MODELO ESTATÍSTICO

O modelo matemático a ser testado neste estudo visa examinar a relação entre a intensidade de outros resultados abrangentes no resultado abrangente total e o custo de capital próprio, de modo a determinar o custo de capital próprio como função do *disclosure* do Resultado Abrangente. Em vista disso, as equações do teste empírico podem ser descritas assim:

$$Ke_{CAPM_t} = \gamma_1 + \gamma_2 \cdot ORA_{t-1}/RA_{t-1} + \gamma_3 \cdot ADR + \gamma_4 \cdot LEV + \gamma_5 \cdot SIZE + \gamma_6 \cdot BETA + \gamma_7 \cdot P/B + \varepsilon \quad (13)$$

Em que: Ke_{CAPM_t} : Custo de capital próprio calculado pelo modelo CAPM para o período t ; ORA/RA_{t-1} : Intensidade de outros resultados abrangentes no resultado abrangente total para o período $t-1$; ADR : Variável representativa da presença da empresa em outros mercados; LEV : Alavancagem; $SIZE$: Tamanho da empresa; $BETA$: Beta da empresa; P/B : Razão entre o preço de mercado da ação e seu valor patrimonial.

As análises estatísticas compreendem métodos descritivos e inferenciais. Na primeira análise foram consideradas medidas de tendência central e de variabilidade, ao passo que na segunda empregou-se a técnica multivariada dados em painel, que segundo Gujarati e Porter (2011), é utilizada para acompanhar unidades de cortes transversais ao longo do tempo. Assim, foi utilizado o *Software* estatístico Gretl™ para realizar os testes estatísticos delineados no Quadro 5 para diagnosticar o modelo mais adequado aos dados da pesquisa.

Quadro 5: Dados em Painel – Testes Estatísticos

Teste	Hipóteses	Utilização
Teste de Chow: teste F, que pode ser utilizado para verificar se a função de regressão múltipla difere entre dois grupos (WOODRIDGE, 2006). Este teste verifica as mudanças no intercepto ao longo do tempo (WOODRIDGE, 2006).	H_0 : O intercepto é o mesmo para todas as empresas (<i>pooling</i>). H_1 : O intercepto é diferente para todas as empresas (efeitos fixos). H_0 : O intercepto é o mesmo para todas as empresas (<i>pooling</i>). H_1 : O intercepto é diferente para todas as empresas (efeitos aleatórios).	Comparar os modelos <i>pooling</i> e efeitos fixos; caso se rejeite a hipótese nula, utiliza-se o modelo de efeitos fixos. Também é utilizado para comparar os modelos <i>pooling</i> e efeitos aleatórios; caso se rejeite a hipótese nula, utiliza-se o modelo de efeitos aleatórios.
Teste de Breusch-Pagan: utilizado para comparar o modelo <i>pooling</i> com o modelo de efeitos aleatórios, na medida em que verifica a adequação dos parâmetros da regressão para o efeito aleatório (LIMA, 2007).	H_0 : A variância dos resíduos que reflete diferenças individuais é igual a zero (<i>pooling</i>). H_1 : A variância dos resíduos que reflete diferenças individuais é diferente de zero (efeitos aleatórios).	Comparar os modelos <i>pooling</i> e efeitos aleatórios, caso se rejeite a hipótese nula utiliza-se o modelo de efeitos aleatórios.
Teste de Hausman: teste estatístico desenvolvido por Hausman (1978) para verificar se os estimadores dos modelos de efeitos fixos e aleatórios não diferem substancialmente (GURAJATI, 2006).	H_0 : Modelo de correção de erros (efeitos aleatórios) é adequado. H_1 : Modelo de efeitos fixos é adequado	Comparar os modelos de efeitos fixos e aleatórios, caso se rejeite a hipótese nula, o modelo de efeitos aleatórios não é adequado, sendo preferível a utilização do modelo de efeitos fixos.

Fonte: elaborado por Murcia (2009), com base em Gujarati (2006), Wooldridge (2006) e Lima (2007).

Por fim, realizaram-se outros testes, a fim de constatar o atendimento de premissas do modelo regressivo:

- a) Normalidade: distribuição normal dos erros;
- b) Linearidade: relação linear entre as variáveis explicativas e dependente;
- c) Ausência de multicolinearidade: ausência de correlação entre as variáveis explicativas;
- d) Homocedasticidade: variância constante dos resíduos;
- e) Autocorrelação: viés nos erros padrões.

3.7 LIMITAÇÕES DA PESQUISA

As principais limitações da pesquisa referem-se ao cálculo do custo de capital próprio, ao recorte temporal curto e à escolha das variáveis independente e de controle.

Como mencionado na seção teórica, a literatura de Finanças dispõe de diversas modelagens para estimação do custo de capital próprio. Tendo em vista que não há uma forma definitiva para obtenção da variável, este trabalho possui limitações ao testar a relação entre a intensidade de outros resultados abrangentes e custo de capital próprio com base nas *proxies* de apenas um modelo, sem esgotar todas as formas disponíveis na teoria.

A janela de análise adotada constitui uma restrição do trabalho, com impactos diretos na aplicação de dados em painel. Segundo Fávero (2013), os modelos em painel curto, com grande número de observações para uma quantidade relativamente menor de períodos, demandam cuidados na estimação em caso de diagnóstico de painel pelo método de efeitos aleatórios.

A escolha da variável independente (participação de outros resultados abrangentes) também restringe a investigação, em função de não ser possível a construção de um índice de divulgação efetivo para outros resultados abrangentes, considerando-se reduzida a quantidade de itens cuja evidenciação é exigida pela norma do Comitê de Pronunciamentos Contábeis.

As variáveis de controle, que basicamente são escolha do pesquisador em virtude de sua maior expectativa de impacto na variável dependente (custo de capital próprio). Portanto, pode haver outras variáveis que poderiam eventualmente refletir melhor, porém não foram consideradas no estudo.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Este tópico destina-se à análise e discussão dos resultados alcançados com a presente pesquisa. Em princípio, descrevem-se medidas de tendência central e de variabilidade para as variáveis do trabalho. Na sequência, são identificados os componentes de formação do resultado abrangente, e logo após procede-se à análise de correlação. Por fim, a seção é concluída com os resultados obtidos com a regressão de dados em painel.

4.1 ANÁLISE DESCRITIVA

4.1.1 Participação de Outros Resultados Abrangentes (ORA_{t-1}/RA_{t-1})

A Participação de Outros Resultados Abrangentes (ORA_{t-1}/RA_{t-1}) foi medida pela razão entre o montante de Outros Resultados Abrangentes (ORA) e o Resultado Abrangente Total (RAT). Os itens para cálculo da variável foram extraídos das Demonstrações do Resultado Abrangente publicadas entre 2010 e 2013. As informações gerais sobre ORA são apresentadas adiante.

Tabela 3: Estatística descritiva da variável ORA_{t-1}/RA_{t-1}

Medida Estatística	Período				
	2010	2011	2012	2013	2010-2013
Média	2,41%	-9,62%	3,67%	11,75%	2,05
Desvio Padrão	0,24	1,07	0,39	0,35	0,51
Coeficiente de Variação	0,10	-0,09	0,09	0,34	0,11
Mínimo	-0,73	-9,61	-1,86	-0,62	-3,21
Máximo	1,44	1,34	2,51	1,58	1,72
Observações	88	88	88	88	352

Fonte: dados da pesquisa (2016).

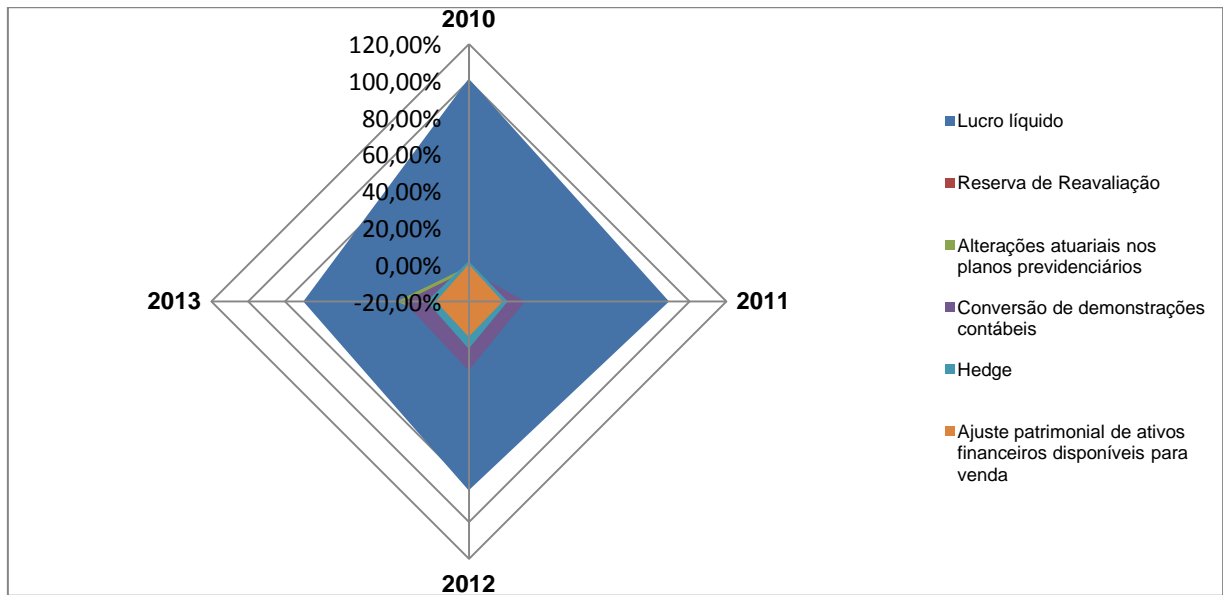
Como dito na seção teórica, Outros Resultados Abrangentes são valores referentes a perdas e ganhos com variações na reserva de reavaliação, alterações

atuariais nos planos previdenciários, conversão de demonstrações financeiras à moeda estrangeira, ajuste patrimonial de ativos financeiros disponíveis para venda e instrumentos de *hedge* em operações de *hedge* de fluxos de caixa. Da mesma maneira como o lucro do período apurado pela Demonstração do Resultado do Exercício, o total de outros resultados abrangentes pode assumir valores negativos, positivos, ou mesmo, inexistirem no ano.

No conjunto de dados da pesquisa prevaleceram percentuais de divulgação de ORA_{t-1}/RA_{t-1} negativos em 2011, e positivos em 2010, 2012 a 2013. Os valores mínimos e máximos indicam 2012 como período de menor oscilação. Em 2011, essas diferenças saltam, de forma a atingir maior proporção no exercício de 2013. O coeficiente de variação também sinaliza heterogeneidade da variável ORA_{t-1}/RA_{t-1} ao longo do espaço de tempo observado.

Conforme a Tabela 3, o comportamento das médias demonstra que os valores de ORA_{t-1}/RA_{t-1} são bastante diferenciados para cada exercício financeiro. Inicialmente, os percentuais são negativos, de forma a demonstrar genericamente a predominância de perdas em relação a ganhos, como também impacto redutor de ORA sobre o Lucro Líquido. Esse fenômeno ocorre apenas em 2011 (-9,62%). A partir de 2012, a participação da rubrica evolui e as médias assumem valores positivos, de maneira a exprimir o incremento de ORA sobre o Resultado do Exercício, basicamente, pela superioridade dos ganhos quando comparados às perdas nas mutações ocorridas no patrimônio líquido oriundas de transações e outros eventos não derivados de transações com os sócios. Curcino, Lemes e Botinha (2014) já demonstraram que a incorporação de ORA no lucro da empresa pode ocasionar impactos positivos ou negativos, gerando acréscimo ou decréscimo no resultado, até o patamar de transformar posições de lucro em prejuízo, e vice-versa.

No tocante aos componentes que integram o Resultado Abrangente Total, nota-se o Lucro Líquido como item mais representativo em todos os anos de análise, com menor e maior expressão em 2010 e 2013, respectivamente. A evidenciação do RAT segregado por componentes, conforme previsto no pronunciamento nº 26 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis é visualizada na Figura 7.

Figura 7: Composição do Resultado Abrangente Total

Fonte: dados da pesquisa (2016).

A ilustração anterior aponta que a proporção dos outros componentes reunidos é bastante discreta para 2010. Resgata-se, pois, a argumentação de Madeira e Costa (2015), os quais caracterizam este período como imediato à vigência das práticas reguladoras de Outros Resultados Abrangentes. Portanto, é possível creditar tais achados à falta de entendimento dessa rubrica e baixa qualidade de divulgação pelas empresas no período inicial à inclusão da Demonstração do Resultado Abrangente no rol de demonstrações financeiras requeridas pelo CPC 26, em adequação das normas brasileiras às internacionais de contabilidade. Entretanto, a partir de 2011, os ORA começam a assumir maiores participações, com tendência ascendente até o último ano de análise.

Em relação à formação de ORA, observa-se, de acordo com a Tabela 4, que ajustes decorrentes da conversão de demonstrações contábeis à moeda estrangeira são os componentes principais entre 2010 e 2012, assumindo a segunda colocação no ano de 2013, visto a maior representação das alterações atuariais nos planos previdenciários. Esses resultados estão alinhados à pesquisa desenvolvida por Serrat, Gutierrez e Perez (2011), os quais atribuíram às diferenças por conversão de demonstrações à moeda estrangeira o poder explicativo incremental do resultado do período auferido entre 2008 e 2009 em companhias espanholas não financeiras.

Ressalta-se que montantes relacionados à conversão de demonstrações contábeis somente são evidenciados por companhias brasileiras com investimentos

em sociedades situadas no exterior. No estudo em tela, identificam-se nessa posição 159 observações de 47 empresas percebidas na amostra para os quatro exercícios financeiros analisados. A maior parte dos registros pertence aos setores econômicos de Materiais Básicos e Bens Industriais. E no que diz respeito ao período, verifica-se um crescimento constante ano a ano: 2010 e 2011 (38 observações cada), 2012 (40 observações) e 2013 (43 observações).

Percebe-se que o montante referente a ganhos, perdas, ajustes e atualizações de ativos financeiros disponíveis para a venda, avaliados pelo valor justo, constituem o terceiro componente mais relevante para a constituição de ORA na amostra investigada. No Canadá, Kanagaretnam, Mathieu e Shehata (2009) pesquisaram a utilidade do lucro abrangente após a emissão do *Handbook* de 2005, seção 1530, pelo *Accounting Standards Board* (AcSB), norma que tornou obrigatória a divulgação de outros resultados abrangentes no país. Os autores encontraram evidências de que ativos financeiros disponíveis para venda e *hedge* de fluxo de caixa estão associados ao retorno das ações e valor de mercado de 203 empresas canadenses para o período de 1998 a 2003.

Observa-se que as variações na reserva de reavaliação e os instrumentos de *hedge* em operações de *Hedge* de fluxos de caixa são os integrantes de manifestação menos expressiva. O estudo de Pinheiro, Macedo e Vilamaior (2012) já constatava os *hedges*, com apresentação anterior apenas em notas explicativas, como um dos itens de ORA menos contributivos à volatilidade do Lucro Abrangente em empresas brasileiras que negociaram ações na *New York Stock Exchange* (NYSE) no período entre 2003 e 2007.

Para um aprofundamento analítico do constituinte supramencionado, é oportuno diferenciar alguns conceitos. Em termos econômicos, os *hedges* configuram estratégias de caráter financeiro para proteção de ativos, passivos ou fluxos de caixa. Sob a perspectiva contábil, *Hedge Accounting* constitui um dispositivo específico que viabiliza a relação funcional entre o instrumento de *hedge* e o item protegido. Neste caso, o propósito subjacente consiste em reportar de maneira mais precisa o regime de competência nas demonstrações financeiras. Para tanto, utiliza-se da contabilidade de *hedge*, que realiza o reconhecimento dos efeitos de compensação no resultado das alterações no valor justo do instrumento de *hedge* e do respectivo item de proteção (CPC, 2006).

O CPC 38 – Instrumentos Financeiros: reconhecimento e mensuração – aprovado pelas NBC TG 38 (R3) do Conselho Federal de Contabilidade e Deliberação nº 604/09 da Comissão de Valores Mobiliários, descreve três espécies de *hedge*: i) *hedge* de valor justo; ii) *hedge* de fluxo de caixa; e, iii) *hedge* de investimento realizado no exterior. Quanto aos *Hedges* de fluxos de caixa, é provável que os parâmetros de contabilização sejam capazes de explicar a participação menos intensa desses elementos na composição de ORA.

De acordo com o referido pronunciamento os valores no patrimônio líquido relacionado ao item coberto podem ser ajustados aos ganhos ou perdas acumulados desde o período inicial do *hedge*, ou ainda, às alterações de valor justo dos fluxos de caixa futuros esperados desde o início do *hedge* (entre os dois a quantia mais baixa), assim como é reconhecida no resultado a parcela não efetiva de *hedge*. Adicionalmente, o mesmo documento instrui a exclusão do componente, caso a estratégia da gestão de risco constatare ineficácia de *hedge*. Verifica-se, então, que os *hedges* contabilizados em outros resultados abrangentes são notadamente apurados a menor.

Tabela 4: Componentes de Formação do Resultado Abrangente Total

Componentes RAT (%)	2010	2011	2012	2013
Lucro Líquido	101,16%	89,00%	82,75%	69,93%
<u>Outros Resultados Abrangentes</u>	-1,16%	11,00%	17,25%	30,07%
Variações na reserva de reavaliação	-0,05%	0,44%	-1,58%	-0,72%
Alterações atuariais nos planos previdenciários	-0,81%	-0,11%	-3,87%	19,28%
Conversão de demonstrações contábeis	-2,78%	10,58%	17,51%	15,29%
Ajuste de ativos financeiros disponíveis para venda	1,96%	1,23%	5,74%	2,79%
Instrumentos de <i>hedge</i>	0,31%	-1,49%	-0,80%	-2,18%
Efeitos Tributários	0,22%	0,35%	0,25%	-4,39%

Fonte: dados da pesquisa (2016).

Em conformidade ao CPC 26, os componentes dos outros resultados abrangentes podem ser evidenciados pelos montantes líquidos ou anteriores dos efeitos tributários concernentes. Nesse caso, devem ser apresentados em quantia única relacionada aos componentes. Na amostra investigada, confirmam-se apenas 31 empresas optantes pela forma líquida e 112 companhias pela apresentação bruta dos tributos. Portanto, esta última prática é a preferida na divulgação pelos usuários.

4.1.2 Custo de Capital Próprio (Ke_{CAPM})

Nesta pesquisa, o custo de capital próprio foi estimado conforme a metodologia do *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). A evolução dos percentuais da variável Ke_{CAPM} configura a Tabela 5.

Tabela 5: Estatística descritiva da variável Ke_{CAPM} (em %)

Medida Estatística	Período				
	2011	2012	2013	2014	2011-2014
Média	14,14	11,47	13,99	15,26	13,72
Mínimo	13,19	9,84	10,91	11,16	11,28
Primeiro Quartil	13,80	10,88	13,17	14,46	13,08
Mediana	14,11	11,31	13,61	15,24	13,57
Terceiro Quartil	14,39	11,94	14,53	15,90	14,19
Máximo	15,61	13,74	19,65	20,04	17,26
Observações	88	88	88	88	352

Fonte: dados da pesquisa (2016).

Verifica-se que o valor médio de Ke_{CAPM} teve certa variação durante o período investigado. Os exercícios de 2012 e 2014 apuraram, respectivamente, a menor e maior média da amostra. Em nenhum dos exercícios as medianas assumem percentuais superiores às médias, de modo a retratar que a maioria das companhias abertas analisadas possui custo de capital próprio abaixo da média. Para o ano de 2014 a observação do primeiro e terceiro quartil indica que 25% das observações são menores que 14,46%, 25% são maiores que 15,90%, assim como 50% dos dados estão situados entre 14,46% e 15,90%.

Tabela 6: Custo de capital próprio por setor econômico

Setor de Atuação	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Bens Industriais	13,64	13,85	1,58	10,32	16,91
Construção e Transporte	13,66	14,03	1,84	10,23	18,33
Consumo Cíclico	13,85	13,86	1,69	10,43	17,94
Consumo não Cíclico	14,04	14,04	1,86	9,84	18,95
Materiais Básicos	14,31	14,27	1,98	11,15	20,04
Petróleo, Gás e Combustível	14,76	14,76	14,76	14,76	14,76
Tecnologia da Informação	13,13	13,50	1,63	10,49	15,41
Telecomunicações	13,18	13,65	1,37	10,81	14,21
Utilidade Pública	13,37	13,59	1,41	10,28	15,69

Fonte: dados da pesquisa (2016).

A análise realizada em função do setor econômico, descrita na Tabela 7, reconhece os setores Petróleo, Gás e Combustível, Materiais Básicos, Consumo não Cíclico e Consumo Cíclico, como setores econômicos de maiores médias de custo de capital próprio. No tocante aos valores mínimos e máximos, nota-se que os setores de atuação Consumo não Cíclico e Materiais Básicos possuem, respectivamente, a menor e maior estimativa de custo de capital próprio da totalidade da amostra.

4.1.3 Variáveis de Controle

As variáveis de controle escolhidas neste trabalho foram Endividamento, Tamanho, Risco Sistemático, *Price-to-Book* e Internacionalização. A estatística descritiva é indicada na Tabela 7.

Tabela 7: Estatística descritiva das variáveis de controle

Medida Estatística	Variáveis			
	LEV	SIZE	BETA	P/B
Média	-1,39	21,19	0,57	2,07
Desvio Padrão	0,84	2,64	0,49	3,38
Coeficiente de Variação	0,60	0,12	0,86	1,63
Mínimo	-5,06	0,00	-0,88	0,00
Primeiro Quartil	-3,36	17,41	-0,12	0,36
Mediana	-1,19	21,51	0,53	1,45
Terceiro Quartil	-0,49	24,32	1,38	5,07
Máximo	0,00	26,44	3,41	57,13
Observações	88	88	88	88

Fonte: dados da pesquisa (2016).

A média da primeira variável de controle, cuja *proxy* utilizada é o logaritmo neperiano da razão entre exigível total e ativo total da empresa no período, demonstra empresas pouco endividadas ao longo do período observado. Já em relação ao tamanho, representado pelo logaritmo de base natural da receita, nota-se que as diferenças não são discrepantes entre os dados.

O risco sistemático, medido pelo coeficiente beta, indica que os ativos possuem volatilidade menor que o mercado. Isso revela, igualmente, uma menor expectativa de retorno (ASSAF NETO, A.; LIMA, F. G., 2011). Sendo assim, o índice

médio de 0,57 apurado na amostra sinaliza que o risco do ativo equivale, aproximadamente, à metade do risco da carteira de mercado.

A estatística descritiva do *price-to-book* sinaliza que o preço de mercado supera, em média, duas vezes o valor patrimonial das ações. Isso denota a avaliação positiva dos investidores em relação ao patrimônio líquido das empresas analisadas. Para Alencar (2007) essa superação é justificada, em partes, pelo efeito do procedimento de Correção Monetária de Balanço, com inflação do numerador da fração.

A análise da variável binária internacionalização aponta 136 registros de 34 empresas emissoras de *American Depositary Receipts* contra 216 casos em 54 companhias abertas que não emitiram tais papéis. Tal achado demonstra uma perspectiva crescente do nível de internacionalização, em que a figura de certificados de depósitos por bancos norte-americanos representativos de empresas sediadas no Brasil é verificada em 38,64% do universo amostral pesquisado.

4.1.4 Análise de Correlação

A análise de correlação se propõe a representar a associação linear entre variáveis. Entretanto, não é escopo desta análise apresentar efeitos não linearidades no valor de correlação (HAIR; BLACK; BABIN; ANDERSON; TATHAM, 2009). A variação do coeficiente compreende o intervalo de -1 a +1, em que a interpretação assume que valores mais próximos de -1 e +1 indicam maior intensidade de correlação linear, e os mais aproximados a zero menor força de relação entre variáveis. Fávero (2014) salienta ainda que a análise de correlação apenas sinaliza a força e direção da relação, mas não é concludente em si mesma, visto não resultar efetivamente de uma relação causal.

Em princípio, realizou-se o teste Kolmogorov-Smirnov para averiguar se as variáveis se aproximam de uma distribuição normal.

Tabela 8: Teste Kolmogorov-Smirnov

Variável	p-valor
Custo de Capital Próprio (Ke_{CAPM})	0,015
Participação de Outros Resultados Abrangentes (ORA_{t-1}/RA_{t-1})	0,000
Internacionalização (ADR)	0,000
Risco Sistemático (BETA)	0,105
Endividamento (LEV)	0,000
Tamanho (TAM)	0,000
Razão entre preço da ação e valor patrimonial (P/B)	0,000

Fonte: dados da pesquisa (2016).

Percebe-se, a partir da Tabela 8, que as variáveis Custo de Capital Próprio (Ke_{CAPM}), Participação de Outros Resultados Abrangentes (ORA_{t-1}/RA_{t-1}), Internacionalização (ADR), Tamanho (TAM), Endividamento (LEV) e Razão entre preço da ação e valor patrimonial (P/B) não configuram uma distribuição normal. Desvia-se dessa condição a variável Risco Sistemático (BETA), subtraída do modelo em virtude de problemas de endogeneidade, visto que mesma integra o cálculo do CAPM. Logo, ao nível de significância de 5%, é possível não rejeitar a hipótese de distribuição normal dos dados.

Face às constatações de que as variáveis da pesquisa não se aproximam de uma distribuição normal, utilizou-se alternativamente para inferências aplicações de testes não paramétricos, mediante o coeficiente de correlação de *Spearman*. Os resultados da referida estatística encontram-se adiante.

Tabela 9: Matriz de correlação

	ORA_{t-1}/RAT_{t-1}	ADR	BETA	LEV	SIZE	P/B
ORA_{t-1}/RAT_{t-1}	1,000					
ADR	-0,010	1,000				
BETA	-0,001	0,393	1,000			
LEV	0,016	0,155	0,095	1,000		
SIZE	0,050	0,458	0,273	0,070	1,000	
P/B	-0,103	0,036	0,012	0,217	0,160	1,000

Fonte: dados da pesquisa (2016).

A matriz de correlação serve para evidenciar, inicialmente, a existência de correlação entre as variáveis independentes, como sinal preliminar de ausência de multicolinearidade entre estas. Conforme se pode observar na Tabela 9, em todos os casos, os valores situam-se bastante abaixo do limite (0,60). Em vista disso,

pode-se inferir que as correlações entre as variáveis explanatórias são fracas, sendo o maior valor encontrado para as variáveis Internacionalização (ADR) e Tamanho (SIZE), pois companhias emitentes desses títulos são naturalmente de porte maior.

4.2 ANÁLISE MULTIVARIADA (OK)

O modelo econométrico da pesquisa foi estimado por meio de variáveis quantitativas. Para efeito da análise multivariada retirou-se o período de 2010, ao constatar diferenças razoáveis na participação de outros resultados abrangentes, oriundas da assimilação da rubrica pelos usuários. Assim, realizou-se o diagnóstico de painel, que estabelece a técnica mais adequada para a amostra investigada. A Tabela 10 resume os resultados dos testes.

Tabela 10: Diagnóstico de Painel

Painel: Modelo variável dependente CAPM		
Estatística de Teste		Tipo de Painel
Teste de Chow (estimador de efeitos fixos)	87, 257 (0,00031)	Efeitos Fixos
Teste de Breusch-Pagan	25,9241 (0,00000)	
Teste de Hausman	22,125 (0,00049)	

Fonte: dados da pesquisa (2016).

O teste de Chow permite diferenciar os interceptos por unidades de corte transversal. O estimador de efeitos fixos busca testar a hipótese nula de que o modelo Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) agrupado, conhecido como *pooled*, é adequado. Caso esta seja rejeitada, a hipótese alternativa da existência de efeitos fixos é validada. Conforme indicado na Tabela 10, o valor de *p-value* é inferior a 0,05. Dessa forma, a estatística F indica que o painel estático de efeito *pooled* é menos consistente quando comparado ao painel de efeitos fixos.

O teste de Breusch-Pagan aponta estatística de qui-quadrado igual 25,9241 e probabilidade de significância igual a zero para o modelo de pesquisa. Assim, os resultados contrariam a hipótese nula de que o modelo MQO agrupado é adequado, validando a hipótese alternativa da existência de efeitos aleatórios.

O teste de Hausman, por conseguinte, apresenta estatística qui-quadrado igual a 22,125 e *p-value* inferior a 0,05. Logo, contraria-se a hipótese nula de que o a modelagem de efeitos aleatórios é consistente, de forma a validar a hipótese alternativa da existência do modelo de efeitos fixos.

O primeiro método para diagnóstico de multicolinearidade relaciona-se à identificação de altas correlações entre variáveis explicativas por meio da matriz de correlação (FÁVERO, 2014), a qual já foi apresentada anteriormente. Para aprofundamento as análises também costumam utilizar como medida estatística o VIF (*Variance Inflation Factor*), a qual indica a variância de quanto cada coeficiente de regressão estimado aumenta devido à multicolinearidade. Em termos operacionais, valores de VIF > 10 podem afetar a regressão, repercutindo em perda significativa da variância explicada. Há também a tolerância, em que valores mais próximos a 1 denotam menor probabilidade de multicolinearidade. A Tabela 11 esboça os resultados encontrados.

Tabela 11: Teste VIF: Diagnóstico de Multicolinearidade

Painel: Modelo variável dependente CAPM		
Variável	VIF	1/VIF
Participação de Outros Resultados Abrangentes (ORA_{t-1}/RAT_{t-1})	1,005	0,9950
Internacionalização (ADR)	1,282	0,7800
Risco Sistemático (BETA)	1,170	0,8547
Endividamento (LEV)	1,081	0,9250
Tamanho (TAM)	1,097	0,9115
Razão entre preço da ação e valor patrimonial (P/B)	1,031	0,9699
Média VIF	1,111	

Fonte: dados da pesquisa (2016).

Observa-se que as variáveis independentes não estão altamente correlacionadas, fato já evidenciado pela análise de correlação. A variável internacionalização, contudo, apresentou o menor valor de tolerância estatística, o que pode sinalizar indícios de multicolinearidade. Isso foi confirmado no procedimento de “rodar os dados”. Nesse sentido, optou-se pela retirada da variável ADR na regressão de dados em painel. Portanto, possíveis problemas de multicolinearidade que impediriam a validação do modelo de efeitos fixos testado foram descartados.

Outra premissa do modelo regressivo consiste na variância constante dos resíduos, denominada homocedasticidade. Para detectar a existência de heterocedasticidade foi aplicado o Teste de White, o qual visa verificar se as

unidades têm a mesma variância de erro. A Tabela 12 reúne as apurações dessa técnica estatística.

Tabela 12: Teste de White: Diagnóstico de heterocedasticidade

Modelo	Qui-quadrado	p-valor
Painel: Modelo variável dependente CAPM	893,46	0,000

Fonte: dados da pesquisa (2016).

A condução do Teste de White apresentou valor de qui-quadrado de 893,46 e probabilidade de significância igual a 0,000. Em vista disso, nota-se que a hipótese nula do teste foi rejeitada, sendo caracterizada a presença de heterocedasticidade no modelo de regressão do estudo. Nessas circunstâncias, o modelo afetado teve o problema corrigido pela obtenção de erros padrão robustos (de White).

O teste de Durbin-Watson, aplicado para detectar a presença de autocorrelação serial, ou seja, de dependência nos resíduos de uma análise de regressão. Nota-se assim que o modelo testado não apresenta problemas de autocorrelação.

A Tabela 13 sintetiza os achados concernentes à regressão de dados em painel após a correção por meio de erros padrão robustos.

Tabela 13: Resultados da Regressão em Painel de Efeitos Fixos

Painel: Modelo variável dependente CAPM					
Variável	Sinal Esperado	Coeficiente	Erro Padrão Robusto	Estatística t	p-valor
ORA_{t-1}/RA_{t-1}	-	0,00210635	0,00156148	1,349	0,1782
LEV	+	0,00164405	0,00118060	1,393	0,1647
SIZE	-	0,000474383	0,000365728	1,297	0,1955
P/B	-	-6,72356e-05	0,000285787	-0,2353	0,8141
Constante		0,129454	0,00811544	15,95	2,68e-043***
Unidades Cross-Section: 88			Total de Observações: 352		
R ² : 0,024515			Durbin-Watson: 1,851010		
R between:			R within:		

ORA_{t-1}/RA_{t-1} : participação de outros resultados abrangentes no resultado abrangente total; Ke_{CAPM} : estimativa do custo de capital próprio pelo modelo CAPM; ADR: variável binária para existência de *American Depositary Receipts* (ADR); LEV: endividamento; TAM: *log* da receita líquida anual; BETA: risco não diversificável por uma carteira de ações para 12 meses; P/B: distância entre o valor contábil da ação e as expectativas de mercado. * Significância < 0,10; ** Significância < 0,05; *** Significância < 0,01. Dados entre parênteses são os valores estimados das razões t.

Fonte: dados da pesquisa (2016).

Frente aos coeficientes estimados mediante o tratamento estatístico realizado por esta pesquisa, os achados sugerem associação positiva e estatisticamente significativa entre Custo de Capital Próprio (Ke_{CAPM}) e Participação de Outros Resultados Abrangentes (ORA_{t-1}/RA_{t-1}). De forma geral, o R^2 encontrado é baixo, de modo a demonstrar que as variáveis independentes do modelo são capazes de explicar aproximadamente 2,5% das variações ocorridas no custo de capital próprio (Ke_{CAPM}).

Além da Participação de Outros Resultados Abrangentes no Resultado Abrangente Total (ORA_{t-1}/RA_{t-1}), o regressor Beta em doze meses (BETA) se apresenta estatisticamente significativo para a estimação do Ke_{CAPM} , no mesmo sentido da expectativa, de maneira a sugerir que as empresas com elevada distância entre o preço de mercado e o valor patrimonial do ativo têm menor custo de capital próprio. Os demais fatores não foram significativos e possuem coeficientes baixos.

Cahan *et al.* (2000) compararam o valor incremental dos componentes separados do resultado abrangente em relação ao resultado abrangente global. O estudo não encontrou nenhum indício de que a relevância do valor incremental tenha mudado após a divulgação das mutações do patrimônio de empresas neozelandesas.

Biddle e Choi (2006) investigaram a utilidade do resultado abrangente sobre o conteúdo de informação, capacidade de previsão e contrato de remuneração de executivos. Os resultados indicaram que o lucro abrangente oferece mais utilidade à decisão dos parâmetros analisados, o que demonstra a relevância de divulgar em separado os itens do resultado abrangente, corroborando o posicionamento do *International Accounting Standard Boards* na obrigatoriedade da divulgação.

Coelho e Carvalho (2007) identificaram diferenças consideráveis entre os lucros líquido e abrangente reportados pela replicação da metodologia empregada em estudos empíricos no contexto internacional. Vale considerar que os cálculos abrangeram instituições financeiras, integrantes de um setor repleto de especificidades no que diz respeito à estrutura de capital e indicadores financeiros.

Pinheiro, Macedo e Vilamaior (2010) analisaram 21 empresas brasileiras com divulgação de informações na *New York Stock Exchange* antes da exigência por norma específica no Brasil. Os autores constataram que o eventual

reconhecimento de ORA no resultado geraria maior volatilidade no lucro líquido das empresas analisadas.

Ao considerar, conjuntamente, estudos que advogam a divulgação do resultado abrangente como único meio de captar todas as fontes de criação de valor econômico, percebe-se a importância de evidências empíricas sobre custo de capital próprio e resultado abrangente. Tais trabalhos, inclusive, constituíram-se pilares para a expectativa de uma relação significativa entre Custo de Capital Próprio (Ke_{CAPM}) e Participação de Outros Resultados Abrangentes (ORA_{t-1}/RA_{t-1}), porém na direção contrária, pois esperava-se que a divulgação de resultados realizáveis de curto ou longo prazo, na rubrica ORA, fosse uma informação útil à decisão de investimento em função de reduzir sua incerteza e, possivelmente, diminuir a taxa requerida pelos investidores.

A sustentação teórica foi baseada na ideia subjacente de divulgação baseada em eficiência, em que a maior divulgação de informações financeiras tende a diminuir o retorno esperado pelo investidor (custo de capital próprio). Entretanto, os resultados configurados nesta pesquisa revelam que a divulgação obrigatória, na forma de mutações ocorridas no patrimônio líquido oriundas de transações e outros eventos não derivados de transações com os sócios (Outros Resultados Abrangentes) estão relacionadas ao aumento do custo de capital próprio.

Nesse sentido, não se pode constatar a partir dos resultados alcançados evidências de que a divulgação de Outros Resultados Abrangentes (ORA), no contexto brasileiro, seja consistente à Hipótese dos Mercados Eficientes, visto que para tanto, não deveria haver relação significativa entre ORA_{t-1}/RA_{t-1} e Ke_{CAPM} , haja vista que a posse da informação não seria capaz de interferir no retorno esperado e, conseqüentemente, na obtenção de qualquer ganho anormal pelos investidores (MUSSA; YANG; TROVÃO; FAMÁ, 2008; RÊGO; MUSSA, 2008).

A despeito da divulgação do resultado abrangente, Dehning e Ratliff (2004) postulam que informações de ORA, já veiculadas anteriormente, não se tornariam relevantes em virtude de sua apresentação em outros formatos. A explicação dessa ótica repousa na natureza transitória da rubrica, fato que poderia restringi-la como medida preditiva do desempenho das empresas.

Outras teorias correlatas foram incluídas na construção do referencial teórico. A teoria da sinalização, associada à questão de assimetria de informação entre acionistas e gestores e oriunda de problemas de seleção adversa (AKERLOF,

1970), busca evidenciar a influência da divulgação de informações na decisão de investimento, por meio da emissão de um sinal neutro, positivo ou negativo aos interessados das empresas (SPENCE, 1973). Já a teoria da necessidade de capital indica a necessidade de recursos como incentivo fundamental para a divulgação, de maneira a assumir que o cumprimento das exigências legais de *disclosure* reduz o custo de capital das entidades (ABD-ELSALAM; WEETMAN, 2003).

Sendo assim, gestores seriam estimulados à divulgação obrigatória para reduzir a incerteza do investimento, e torná-lo mais atrativo aos investidores. Neste trabalho, contudo, observa-se que o sinal emitido pela divulgação de Outros Resultados Abrangentes reflete de forma negativa a atratividade do investimento pelos investidores, face ao aumento do custo de capital próprio.

Em síntese, confirma-se a informação contábil destinada ao aumento de riqueza da companhia, como canal para identificação da qualidade de projetos de investimento, ainda que o maior *disclosure* do resultado abrangente tenda a aumentar a remuneração esperada por acionistas pelo custo de oportunidade do investimento de seus recursos em uma determinada empresa, e não diminuir como se tinha previsto.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Para ampliar o rol de pesquisas sobre resultado abrangente enquanto medida preditiva do custo de capital próprio, este trabalho se dispôs a examinar a relação entre a participação de outros resultados abrangentes (ORA) e o custo de capital próprio em companhias brasileiras não financeiras de capital aberto. Para tanto, esta pesquisa quantitativa, descritiva e exploratória realizou inferências estatísticas por meio de dados em painel no período entre 2010 e 2014. Os passos metodológicos contemplados foram: i) apuração da parcela relativa de ORA no resultado abrangente total; ii) estimação do custo de capital próprio por meio do CAPM; iii) coleta de dados das variáveis de controle (internacionalização, endividamento, tamanho, risco sistemático e *price-to-book*); e, iv) aplicação de dados em painel.

O pilar teórico utilizou, basicamente, a Teoria da Divulgação e Hipótese dos Mercados Eficientes, consideradas contrapostas em suas respectivas premissas. Embora, internacionalmente, já tenha sido comprovada a consistência da divulgação do resultado abrangente à HME, no cenário brasileiro não foi possível verificar que a posse de informações dessa natureza não tem efeito relevante na decisão de investimento. Ao contrário, percebe-se que a divulgação de ORA é influente no custo de capital próprio, de forma positiva e estatisticamente significativa, o que rejeita a hipótese de que ao divulgar a Demonstração do Resultado Abrangente as companhias tornariam investimentos mais atrativos.

Outras teorias subjacentes à divulgação compulsória também foram debatidas e, a propósito, conseguiram explicar em partes os achados alcançados com este trabalho. A sinalização lançada pelo *disclosure* do resultado abrangente, sobretudo, referente à parcela de Outros Resultados Abrangentes apresenta-se negativa aos usuários da informação, interessados em ativos de menor custo de capital próprio. Por circunstâncias semelhantes, a ideia subjacente à teoria da necessidade de capital é refutada.

Por meio da estatística descritiva dos dados foi possível observar o comportamento evolutivo das variáveis. Nota-se que a Participação de Outros Resultados Abrangentes (ORA_{t-1}/RA_{t-1}) assume uma tendência crescente ao longo do período observado. Isso não é surpreendente à medida que o entendimento

associado às práticas reguladoras é assimilado pelos usuários da informação, aumentando a qualidade do *disclosure* da rubrica. O Custo de Capital Próprio (Ke_{CAPM}), por sua vez, não apresentou certa oscilação entre os exercícios financeiros, sendo os anos de 2012 e 2014 a menor e maior apuração de média. Pela análise setorial os setores econômicos setores Petróleo, Gás e Combustível, Materiais Básicos, Consumo não Cíclico e Consumo Cíclico aparecem no topo da lista de maior custo de capital próprio.

A presença de relação entre Ke_{CAPM} e ORA_{t-1}/RA_{t-1} constatada pela análise inferencial reforça os estudos de Cahan *et al.* (2000), Biddle e Choi (2006) e Pinheiro, Macedo e Vilamaior (2010), que se visualizados em conjunto demonstram a utilidade prática do resultado abrangente. A relação funcional entre Ke_{CAPM} e ORA_{t-1}/RA_{t-1} também fornece avanços teóricos da pesquisa em divulgação. Demonstra-se que a ideia suscitada por diversos modelos de precificação de ativos de que um aumento no nível de divulgação reduz o custo de capital não se aplica ao caso em tela. Yamamoto e Salotti (2006) explicam que embora tal ideia seja propagada ainda há poucas descobertas empíricas nesse quesito para sustentar a aceitação resoluta da premissa.

A principal limitação do trabalho repousa na escolha do método de estimação do custo de capital próprio, tendo em vista a existência de outras metodologias possíveis à estimação da variável. O recorte temporal, igualmente, pode ser considerado uma restrição oriunda da falta de regulamentação contábil de Outros Resultados Abrangentes no Brasil em períodos anteriores a 2010. Além disso, ressalta-se que a interpretação dos dados não pode ser generalizada e, portanto, restringe-se ao mercado acionário brasileiro. Por último, apresenta-se como restrição a retirada de uma das variáveis de controle (internacionalização).

A título de sugestão recomenda-se para pesquisas sucessoras: a) verificar a relação entre a participação de outros resultados abrangentes e o custo de capital próprio por meio de modelagem alternativa de cálculo; b) comparar os resultados alcançados pela aplicação de diferentes modelos de estimação de custo de capital próprio disponíveis na literatura; e, c) investigar relações de semelhanças e disparidades com bolsas de valores internacionais.

REFERÊNCIAS

ABD-ELSALAM, O.; WEETMAN, P. Introducing International Accounting Standards to an emerging capital market: relative familiarity and language effect in Egypt. **Journal of International Accounting, Auditing & Taxation**, 12, 63-84, 2003.

AKERLOF, G. The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. **Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, 488-500, 1970.

ALENCAR, R. C. **Nível de disclosure e custo de capital próprio no mercado Brasileiro**. 2007. 114 f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo.

ALENCAR, R. C.; LOPES, A. B. Custo de capital próprio e nível de disclosure nas empresas brasileiras. In: CONGRESSO USP DE CONTABILIDADE E CONTROLADORIA, 5. , 2005, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2005.

ANDRADE, M. M. **Como preparar trabalhos para cursos de pós-graduação**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

ASSAF NETO, A. **Finanças Corporativas e Valor**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2007.

ASSAF NETO, A.; LIMA, F. G. **Curso de Administração Financeira**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2011.

ASSAF NETO, A.; LIMA, F. G.; ARAÚJO, A. M. P. Uma proposta metodológica para o custo de capital no Brasil. **Revista de Administração**, v. 43, n. 1, p. 72-83, jan/fev/mar, 2008.

BARBOSA, J. S. **Métrica de qualidade da informação contábil sob a ótica dos analistas fundamentalistas: estudo comparativo com Modelo Basu (1997)**. 2014. 147 f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Universidade Federal do Paraná.

BERK, J. B. A critique of size-related anomalies. **The Review of Financial Studies**, Oxford, v. 8, n.2, p. 275-286, 1995.

BIDDLE, G. C.; CHOI, J. H. Is comprehensive income useful? **Journal of Contemporary Accounting and Economics**. V. 2, n. 1, p. 1-32, 2006.

BOTOSAN, C. A. Disclosure level and the cost of equity capital. **The Accounting Review**, v. 72, p. 323-349, 1997.

BOTOSAN, C. A.; PLUMLEE, M. A. A re-examination of disclosure level and the cost of equity capital. **Journal of Accounting Research**. Chicago, v. 40, n. 1, p. 21-40, mar, 2002.

BRASIL. **Lei nº 6.404**, de 15 de dezembro de 1976. Sociedades por ações. Brasília, 155º da Independência e 88º da República.

BREALEY, R.; MYERS, S. C.; ALLEN, F. **Princípios de Finanças Corporativas**. 10 ed. Tradução Celso Roberto Paschoa. Porto Alegre: *Bookman*, 2013.

BRIGHAM, E. F.; EHRHARDT, M. C. **Administração Financeira**. 10 ed. Tradução José Nicolás Albuja Salazar, Suely Sonoe Murai Cucci.

BRUNI, A. L. **Globalização financeira, eficiência informacional e custo de capital: uma análise das emissões de ADRs brasileiros no período 1992-2001**. São Paulo, 2002. 187 p. Tese (Doutorado em Administração). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo.

BUSHEE, B. J.; NOE, C. F. Disclosure quality, institutional investors, and stock return volatility. **Havard Business School**, Working Paper, 1999.

CAHAN, S. F; COURTENAY, S. M.; GRANNERWOLLER, P. L.; UPTON, D. R. Value relevance of mandated comprehensive income disclosures. **Journal of Business Finance and Accounting**, v. 27, n. 9-10, p. 1273-1301, nov/dez, 2000.

CALIJURI, M. S. S.; BISPO, J. S.; JUNQUEIRA, E. R. Avaliação de empresas pelo modelo Ohlson e Juettner-Nauroth (2005): tutorial para uso. In: CONGRESSO USP, 8, 2008, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2008.

CHECON, B. Q. **Resultado abrangente: formato de apresentação, maturação e os impactos na decisão de investimento**. 2013. 130 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo.

CHEN, K. C. W.; CHEN, S.; SHILONG, W. K. C. J. Disclosure, corporate governance, and the cost of equity capital: evidence from Asia emerging markets. **Working Paper**, SSRN, jun., 2003.

COELHO; A. C.; CARVALHO, L. N. Análise conceitual de lucro abrangente e lucro operacional corrente: evidências no setor financeiro brasileiro. **Brazilian Business Review**, v. 4, n. 2, p. 119-139, mai/ago, 2007.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (CPC). Pronunciamento Técnico CPC 26 (R1): **Apresentação das Demonstrações Contábeis** (2011). Disponível em: <www.cpc.org.br> Acesso em: 07 mai. 2015.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (CPC). Pronunciamento Técnico CPC 38: **Instrumentos Financeiros: Reconhecimento e Mensuração e Evidenciação** (2011). Disponível em: <www.cpc.org.br> Acesso em: 07 mai. 2015.

CONSONI, S. **Divulgação voluntária e sua relação com gerenciamento de resultados contábeis: evidências no contexto da convergência às normas internacionais de contabilidade no Brasil**. 2014. 140 f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Universidade Federal do Paraná.

COSTA, F. J. F.; OLIVEIRA, L. C. A. M. A divulgação dos ativos tangíveis segundo a IAS 16 e o seu grau de cumprimento. **Revista Inovar**, v. 25, edição especial, 2015.

COY, D.; DIXON, K. The public accountability index: crafting a parametric disclosure index for annual reports. **The British Accounting Review**, v. 36, n. 1, p. 79-106, 2004.

CUNHA, J. V. A. **Demonstração contábil do valor adicionado - DVA - um instrumento de mensuração da distribuição da riqueza das empresas para os funcionários**. 2002. 207f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo.

CURCINO, G. M.; LEMES, S.; BOTINHA, R. A. Efeito do resultado abrangente nos indicadores de desempenho das companhias abertas brasileiras. **Revista de Evidenciação Contábil & Finanças**, v. 2, n. 3, p. 24-40, set./dez., 2014.

DAHLIWAL, D.; SUBRAMANYAM, K. R.; TREZEVANT, R. Is comprehensive income superior to income as a measure of firm performance? **Journal of Accounting and Economics**, v. 26, p. 43-67, 1999.

DAMODARAN, A. **Finanças Corporativas: teoria e prática**. 2 ed. Tradução Jorge Ritter. Porto Alegre: *Bookman*, 2004.

DECHOW, P. M.; HUTTON, A. P.; SLOAN, R. G. An empirical assessment of the residual income valuation model. **Journal of Accounting Economics**, v. 26, p. 1-34, 1999.

DEHNING, Bruce; RATLIFF, Paulette A. Comprehensive Income: evidence on the effectiveness of FAS 130. **The Journal of American Academy of Business**, Cambridge, v. 4, n. 1-2, p. 228-232, mar., 2004.

DIAMOND, D. W.; VERRECCHIA, R. E. Disclosure, liquidity, and the cost of capital. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 4, p. 1325-1359, 1991.

DIAS FILHO, J. M.; NAKAGAWA, M. Análise do processo da comunicação contábil: uma contribuição para a solução de problemas semânticos, utilizando conceitos da teoria da comunicação. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 15, n. 26, p. 42-57, mai/ago, 2001.

DURSO, S. O.; MÁRIO, P. C. Obrigatoriedade da Demonstração do Resultado Abrangente: melhoria ou excesso de informação? In: CONGRESSO NACIONAL DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS – ADCONT, 5., Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: UFRJ, 2014.

DYE, R. A. Disclosure of non-proprietary information. **Journal of Accounting Research**, p. 123–145, spring, 1985.

_____. An evaluation of Essays on Disclosure and Disclosure Literature in Accounting. **Journal of Accounting and Economics**, n. 32, p. 97-180, 2001.

EASLEY, D.; O'HARA, M. Information and the cost of capital. **The Journal of Finance**, v. 59, n. 4, 2004.

EASTON, P. D. PE ratios, PEG ratios, and estimating the implied expected rate of return on equity capital. **The Accounting Review**, v. 79, n. 1, p. 73-95, 2004.

ELTON, E. J.; GRUBER, M. J.; BROWN, S. J.; GOETZMANN, W. N. **Moderna teoria de carteiras e análise de investimentos**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012.

EPSTEIN, B. J.; NACH, R; BRAGG, S. T. **Wiley GAAP 2007 – interpretation and application of generally accepted accounting principles**. John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey, 2006.

FAMA, E. F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **The Journal of Finance**, v. 25, p. 383-417, 1970.

FAMA, E. F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **Journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383-417, 1991.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. The cross-section of expected stock returns. **Journal of Finance**, v. 47, n. 2, p. 427-465, 1992.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Industry costs of equity. **Journal of Financial Economics**, v. 43, n. 2, p. 153-193, 1997.

FASB. **Statement of Financial Accounting Standards nº 130 – Reporting comprehensive income**. Disponível em: <http://www.fasb.org/jsp/FASB/Document_C/DocumentPage?cid=1218220124511&acceptedDisclaimer=true> Acesso em: 21 nov. 2015.

FASB. Accounting Standards Update nº 2011-05. **Comprehensive income (Topic 220) – Presentation of comprehensive income: an amendment of the FASB accounting standards codification.** Disponível em: <http://www.fasb.org/jsp/FASB/Document_C/DocumentPage?cid=1176158618212&acceptedDisclaimer=true> Acesso em: 21 nov. 2015.

FÁVERO, L. P. L. Dados em painel em contabilidade e finanças: teoria e aplicação. **BBR - Brazilian Business Review**, v. 10, n. 1, p. 131-156, 2013.

FÁVERO, L. F.; BELFIORE, P.; TAKAMATSU, R. T.; SUZART, J. **Métodos quantitativos com Stata**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

FORTI, C. A. B.; PEIXOTO, F. M.; SANTIAGO, W. P. Hipótese da eficiência de mercado: um estudo exploratório no mercado de capitais brasileiro. **Gestão e Regionalidade**, v. 25, n. 75, set/dez, 2009.

FRANCIS, J.; KHURANA, I. K.; PEREIRA, R. Disclosure incentives and effects on cost of capital around the world. **The Accounting Review**, v. 80, n. 4, p. 1125-1162, 2005.

GAO, S. S.; SAEED, H.; XIAO, J. Z. Determinants of corporate social and environmental reporting in Hong Kong: a research note. **Accounting Forum**, v.29, p. 233-244, 2005.

GARRÁN, F. T. **Metodologias em uso no Brasil para a determinação do custo de capital próprio para avaliação de ativos por fluxos de caixa**. 2006. 183f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo.

GEBHARDT, W. R.; LEE, C. M. C.; SWAMINATHAN, B. Toward an implied cost of capital. **Journal of Accounting Research**, v. 39, n. 1, p. 135-176, 2001.

GIGLER, F.; HEMMER, T. On the frequency, quality, and informational role of mandatory financial report. **Journal of Accounting Research**, v. 36, 1998.

GODE, D.; MOHANRAM, P. Inferring the cost of capital using the Ohlson–Juettner model. **Review of Accounting Studies**, v. 8, n. 4, p. 399-431, 2003.

GRAHAM; J. R.; HARVEY, C. R. **Expectations of equity risk premia, volatility and asymmetry from a corporate finance perspective**. NBER Working Paper, n. 8678, 2001.

GREGÓRIO, J. **Análise comparativa da rentabilidade do setor bancário privado atuante no Brasil no período de 1997 a 2004**. 2005. 113f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo.

GUAY, W.; KOTHARI, S. P.; SHU, S. Properties of implied cost of capital using analysts' forecasts. **Working Paper**, 2003.

GUJARATI, D.; PORTER, D. C. **Econometria Básica**. 5 ed. Porto Alegre: AMGH, 2011.

HAIL, L. The impact of voluntary corporate disclosures on the ex ante cost of capital for Swiss firms. **The European Accounting Review**. London, v. 11, n. 4, p. 741-773, 2002.

HAIL, L.; LEUZ, C. International differences in the cost of equity capital: Do legal institutions and securities regulation matter? **Journal of Accounting Research**, v. 44, n. 3, p. 485-531, 2006.

HAIR, Joseph F.; BLACK, W. C.; BABIN, B. J.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L. **Análise multivariada de dados**. 6 ed. Porto Alegre: Bookman, 2009.

HEFLIN, F.; SHAW, K. W.; WILD, J. J. Disclosure quality and market liquidity. **The Canadian Academic Accounting Association**, 2001.

HENDRIKSEN, E. S.; VAN BREDA, M. F. **Teoria da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2007.

HENRY, E. Presentation of comprehensive income: another (small) step toward convergence. **The Journal of Corporate Accounting & Finance**, v. 23, v. 1, p. 85-90, 2011.

HOLLOWAY, P.; ROCHMAN, R.; LAES, M. Factors influencing Brazilian value investing portfolios. **Journal of Economics, Finance and Administrative Science**, v. 18, p. 18-22, 2013.

IASB. **Presentation of Financial Statements**. 2011. Disponível em: <<http://www.ifrs.org/Current-Projects/IASB-Projects/Financial-StatementPresentation/Phase-B-OCI/IAS-1-Presentation-of-Financial-Statements/Pages/IAS-1-Presentation-of-Financial-Statements.aspx>>. Acesso em: 21 nov. 2015.

JENSEN, M. Agency costs of free-cash-flow, corporate finance, and takeovers. **American Economic Review**, 76, 323-329, 1986.

JENSEN, M., MECKLING, W. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, 3, 305-360, 1976.

JONES, D. A.; SMITH, K. J. Comparing the value relevance, predictive value, and persistence of other comprehensive income and special items. **The Accounting Review**, v. 86, n. 6, p. 2047-2073, 2011.

KABIR, M. H.; LASWAD, F. Properties of net income and total comprehensive income: New Zealand evidence. **Accounting Research Journal**, v. 24, n. 3, p. 268-289, 2011.

KANAGARETNAM, K.; MATHIEU, R.; SHEHATA, M. Usefulness of comprehensive income reporting in Canada. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 28, n. 4, p. 349–365, jul/ago, 2009.

KIM, E. H.; SINGAL, V. **The fear of globalizing capital markets**. *Emerging Markets Review*, v. 1, p. 193-198, 2000.

KRONKE, A.; HEIN, N.; RODRIGUES JÚNIOR, M. M.; HINSCHING, L. C.; WILHELM, V. E. Teoria dos jogos abordados em artigos de eventos científicos na área de administração e contabilidade. In: ENCONTRO REGIONAL DE ESTUDANTES DE MATEMÁTICA DO SUL, 19., 2013, Santa Maria. **Anais...** Santa Maria: UFSM, 2013.

LABELLE, R. **The statement of corporate governance practices (SCGP): a voluntary disclosure and corporate governance perspective**. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=317519>. Acesso em:

LANA, J.; MARCON, R.; XAVIER, W. G.; MELLO, R. B. Internacionalização financeira e desempenho da firma. In: ENCONTRO NACIONAL ASSOCIAÇÃO DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 37., 2013, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2013.

LANG, M.; LUNDHOLM, R. An empirical assessment of voluntary disclosure theory. **Working Papers – Stanford Graduate School of Business**, Research Paper nº 1188, p. 1-54, 1992.

_____. Cross-sectional determinants of analyst behavior. **The Accounting Review**, v. 71, p. 467-492, 1996.

LEUZ, C. The development of voluntary cash flow statements in Germany and the influence of international reporting standards. **Schmalenbach Business Review**, v. 52, n. 2, p. 182-207, 2000.

LIBBY, R.; BLOOMFIELD, R.; NELSON, M. W. Experimental research in financial accounting. **Accounting, Organizations and Society**, v. 27, n. 8, p. 775-810, 2002.

LIMA, G. A. S. F. **Utilização da teoria da divulgação para avaliação da relação do nível de disclosure com o custo da dívida das empresas brasileiras**. 2007. 118 f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo.

LIMA, L. A. O. Auge e declínio da hipótese dos mercados eficientes. **Revista de Economia Política**, v. 23, n. 4 (92), out/dez, 2003.

LIMA, V. S.; LIMA, G. A. S. F.; LIMA, I. S.; CORRAR, L. C.; CARVALHO, L. N. G. Convergência contábil e custo de capital próprio: evidências em mercado emergente. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 34, 2010, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2010.

LINTNER, J. Security prices, risk and maximal gains from diversification. **Journal of Finance**, Columbus, v. 20, n. 4, p. 587-616, 1965.

LO, K.; LYS, T. **The Ohlson Model: contribution to valuation theory, limitations, and empirical applications**. Working Paper, 2000. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=210948> Acesso em: 19 nov. 2015.

MACHADO, R. F. **Divulgação compulsória e sua relação com suavização de resultados: evidências em empresas paranaenses de economia mista**. 2015. 84 f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Universidade Federal do Paraná.

MARSTON, C. L.; SHRIVES, P. J. The use of disclosure indices in accounting research: a review article. **The British Accounting Review**, v. 23, n. 3, p. 195-210, 1991.

MARTINS, G. A. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2000.

MARTINS, G. A.; LINTZ, A. **Guia para elaboração de monografias e trabalhos de conclusão de curso**. São Paulo: Atlas, 2000.

MARTINS, E.; GALDI, F. C.; LIMA, G. A. S. F.; NECYK, G. A.; ABE, C. H. S. Evidências empíricas de modelos de estimação do custo de capital próprio. **Brazilian Business Review**, v. 3, n. 2, p. 137-156, 2006.

MARTINS, G. A.; THEÓPHILO, C. R. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. São Paulo: Atlas, 2007.

MAZZEU, J. H. G.; COSTA JÚNIOR, N. C. A.; SANTOS, A. A. P. CAPM condicional como aprendizagem aplicado ao mercado brasileiro de ações. **Revista de Administração da Mackenzie**, v. 14, n. 1, p. 143-175, 2013.

MAZZIONI, S.; ORO, I. M.; SCARPIN, J. E. Lucro Versus Resultado Abrangente como Medida Preditiva do Desempenho das Empresas do Setor Elétrico Brasileiro. **Registro Contábil**, Maceió, v. 4, n. 3, p. 89-104, 2013.

MOSSIN, J. Equilibrium in capital asset market. **Econométrica**, v. 34, n. 4, p. 768-783, 1966.

MUSSA, A.; YANG, E.; TROVÃO, R.; FAMÁ. Hipótese de mercados eficientes e finanças comportamentais: as discussões persistem. **FACEF Pesquisa**, v. 11, n. 1, p. 5-17, 2008.

NAKAMURA, W. T.; GOMES, E. A.; ANTUNES, M. T. P.; MARÇAL, E. F. Estudo sobre os níveis de *disclosure* adotados pelas empresas brasileiras e seu impacto no custo de capital. In: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 30, 2006, Salvador. **Anais...** Salvador: ANPAD, 2006.

NODA; R. F.; MARTELANC, R.; KAYO, E. K. O fator risco lucro/preço em modelos de precificação de ativos financeiros. **Revista Contabilidade & Finanças – USP**, p. 281-293, 2015.

OHLSON, J. A. Earnings, book values, and dividends in equity valuation. **Contemporary Accounting Research**, v. 11, p. 666-687, 1995.

OHLSON, J. A.; JUETTNER-NAUROTH, B. E. Expected EPS and EPS growth as determinants of value. **Review of Accounting Studies**, v.10, p. 349-365, 2000.

OHLSON, J. A. JUETTNER-NAUROTH, B. E. Expected EPS and EPS growth as determinants of value. **Review of Accounting Studies**, v. 10, p. 349-365, 2005.

PINHEIRO, L. E. T.; MACEDO, R. P.; VILAMAIOR, A. G. Lucro Líquido versus Lucro Abrangente: Uma análise empírica da volatilidade. **Revista Universo Contábil**, v. 8, n. 4, p. 06-18, out/dez, 2012.

PRATT, S. **Cost of capital: Estimation and Applications**. 2 ed. New York: John Wiley & Sons, 2002.

PRATT, S.; GRABOWSKI, R. J. **Cost of capital: Applications and Examples**. 3 ed. John Wiley & Sons: New Jersey, 2008.

PRONOBIS, P.; ZÜLCH, H. **The Predictive power of comprehensive income and its individual components under IFRS**. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1576384>. Acesso em: 07 mai. 2015.

RAUPP, F. M.; BEUREN, I. M. **Metodologia da pesquisa aplicável às Ciências Contábeis**. Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática. São Paulo: Atlas, 2006.

RÊGO, R.; H. T; MUSSA, A. Anomalias do mercado acionário: a verificação do efeito feriado no IBOVESPA e IBX-100 no período de 2002 a 2007. In: CONGRESSO USP, 8. 2008, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2008.

REINGANUM, M. The arbitrage pricing theory: some empirical results. **Journal of Finance**, v. 36, p. 313-321, 1981.

RICHARDSON, A.; WELKER, M. Social disclosure, financial disclosure and the cost of equity capital. **Accounting, Organizations and Society**, v. 26, n. 7-8, p. 597-616, 2001.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração Financeira**. São Paulo: Atlas, 1995.

ROVER, S.; MURCIA, F. D. Influência do *disclosure* voluntário econômico e socioambiental no custo de capital próprio de empresas brasileiras. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS-ANPCONT, 4., 2010, Natal. **Anais...** Natal: ANPCONT, 2010.

ROVER, S.; SANTOS, A. *Disclosure* socioambiental e custo de capital próprio de companhias abertas no Brasil. In: CSEAR SOUTH AMERICA, 3., 2013, Belém. **Anais...** Belém: UFPA, 2013.

SALOTTI, B. M. **Divulgação voluntária da demonstração dos fluxos de caixa no mercado de capitais brasileiro**. 2005. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.

SALMASI, S. V.; MARTELANC, R. Governança corporativa e custo de capital próprio no Brasil. **Revista Cont. Ufba**, v. 3, n. 1, p. 101-117, jan/abr, 2009.

SENGUPTA, P. Corporate disclosure quality and the cost of debt. **The Accounting Review**, v. 74, n. 4, p. 459-474, 1998.

SERRAT, N. A.; GUTIERREZ, S. M.; PEREZ, G. R. Relevância valorativa del resultado global y sus componentes frente al resultado neto. **Revista de Contabilidad-Spanish Accounting Review**, v. 14, n. 2, p. 145-173, 2011.

SHARPE, W. F. Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. **Journal of Finance**, v. 19, p. 425-442, 1964.

SILVA, L. S. A.; QUELHAS, O. L. G. Sustentabilidade empresarial e o impacto no custo de capital próprio das empresas de capital aberto. **Gestão & Produção**, v. 13, n. 3, p. 385-395, set/dez, 2006.

SILVA, A. H. C.; SILVA, E. G. R. Análise das demonstrações de resultado abrangente após a implementação do IFRS no Brasil. **Contextus-Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, v. 13, n. 1, p. 105-131, 2015.

SILVEIRA, H. P. **Internacionalização e custo de capital das empresas brasileiras**: análise do impacto da emissão de *american depositary receipts*. São Paulo, 2003. Dissertação (Mestrado em Administração). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo.

SOUTES, D. O., SCHVIRCK, E. Formas de Mensuração do Lucro e os Reflexos no Cálculo do ROA. **Brazilian Business Review**, v. 3, n. 1, p. 74-87, 2006.

SPENCE, M. Job market signaling. **Quarterly Journal of Economics**, v. 87, n. 3, 355-374, 1973.

THUROW, L. **Dangerous Currents: The State of Economics**. New York: Vintage Books, 1984.

TURKTAS, B.; GEORGAKOPOULOS, G.; SOTIROPOULOS, I.; VASILEIOU, K. Z. Reporting Comprehensive Income: Reasons for Reporting Choices and Investor Reactions. **International Journal of Economics and Finance**, v. 5, n. 4, p. 87-115, 2013.

VERRECCHIA, R. Essays on Disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, n. 32, p. 97-180, 2001.

_____. Discretionary disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, v. 5, p. 179–194, 1983.

YAMAMOTO, M. M.; SALOTTI, B. M. **Informação contábil**: estudos sobre a sua divulgação no mercado de capitais. São Paulo: Atlas, 2006.

YAMAMOTO, M. M. **Teoria da divulgação aplicada ao mercado de capitais brasileiro sob a perspectiva da governança corporativa**. 2005. Tese (Livre-Docência) – Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.

YEN; A. C.; HIRST, E.; HOPKINS, P. E. A content analysis of the comprehensive income exposure draft comment letters. In: G. J. Prebits, T. R. Robinson, & N. Chandar, **Research in accounting regulation**, v. 19, p. 53-79. Amsterdam: Elsevier, JAI, 2007.

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. Positive accounting theory: a ten-year perspective. **The Accounting Review**, v. 65, n. 1, p. 131-156, 1990.

ANEXOS

ANEXO I - Composição da Amostra da Pesquisa

	Ticker	Empresa (Nome Abreviado)	Setor de Atuação
1	AELP3	AES Elpa	Utilidade Pública
2	ALLL3	All América Lat. Logística	Construção e Transporte
3	ALPA4	Alpargatas	Consumo Cíclico
4	AMAR3	Marisa Lojas	Consumo Cíclico
5	ARTR3	Arteris	Construção e Transporte
6	BDLL4	Bardella SA Indústrias Mecânicas	Bens Industriais
7	BEEF3	Minerva	Consumo não Cíclico
8	BEMA3	Bematech	Tecnologia da Informação
9	BRFS3	BRF - Brasil Foods	Consumo não Cíclico
10	BRKM5	Braskem	Materiais Básicos
11	BTOW3	B2W Cia Global do Varejo	Consumo Cíclico
12	CAMB4	Cambuci	Consumo Cíclico
13	CCRO3	CCR	Construção e Transporte
14	CEBR5	Cia. En. de Brasília	Utilidade Pública
15	CMIG4	Cia. Energética de Minas Gerais	Utilidade Pública
16	CPFE3	CPFL Energia	Utilidade Pública
17	CPLE6	Cia. Paranaense de Energia	Utilidade Pública
18	CRDE3	CR2 Emp. Imobiliários	Construção e Transporte
19	CRPG5	Millennium Inorganic Chemicals do Brasil SA	Materiais Básicos
20	CTAX4	Contax Participações	Bens Industriais
21	CTNM4	Coteminas	Consumo Cíclico
22	CTSA4	Cia. de Tecidos Santanense	Consumo Cíclico
23	CYRE3	Cyrela Brazil Realty	Construção e Transporte
24	DOHL4	Dohler Com. e Indústria	Consumo não Cíclico
25	DTEX3	Duratex	Materiais Básicos
26	ELET6	Centrais Elétricas Brasileiras	Utilidade Pública
27	EMBR3	Embraer	Bens Industriais
28	ENBR3	EDP - Energias do Brasil	Utilidade Pública
29	ENEV3	Eneva	Utilidade Pública
30	ENGI3	Energisa	Utilidade Pública
31	EQTL3	Equatorial Energia	Utilidade Pública
32	ESTC3	Estacio Participações	Consumo Cíclico
33	EUCA4	Eucatex Ind. e Comércio	Materiais Básicos
34	FJTA4	Forjas Taurus	Bens Industriais
35	FRIO3	Metalfrio Solutions	Bens Industriais
36	GETI4	AES Tietê	Utilidade Pública
37	GFSA3	Gafisa	Construção e Transporte
38	GGBR4	Gerdau	Materiais Básicos

39	GOAU4	Metalúrgica Gerdau	Materiais Básicos
40	GOLL4	Gol Linhas Aéreas	Construção e Transporte
41	GRND3	Grendene	Consumo Cíclico
42	GUAR4	Guararapes Confeções	Consumo Cíclico
43	HBOR3	Helbor Empreendimentos	Construção e Transporte
44	IDNT3	IdeiasNet	Tecnologia da Informação
45	ITEC3	Itautec	Tecnologia da Informação
46	JBSS3	JBS	Consumo não Cíclico
47	JHSF3	JHSF Participações	Construção e Transporte
48	KROT3	Kroton	Consumo Cíclico
49	LEVE3	Mahle-Metal Leve Ind. e Comércio	Bens Industriais
50	LIXC4	Construtora Lix da Cunha	Construção e Transporte
51	LOGN3	Log-in Log. Intermodal	Construção e Transporte
52	LREN3	Lojas Renner	Consumo Cíclico
53	MDIA3	M. Dias Branco	Consumo não Cíclico
54	MMXM3	MMX Miner. e Metálicos	Materiais Básicos
55	MRFG3	Marfrig Global Foods	Consumo não Cíclico
56	MRVE3	MRV Eng. e Participações	Construção e Transporte
57	MTSA4	Metisa Metalúrgica Timboense SA	Bens Industriais
58	MYPK3	lochpe-Maxion	Bens Industriais
59	NAFG4	Nadir Fig. Ind. e Comércio	Consumo Cíclico
60	PETR4	Petróleo Brasileiro	Petróleo, Gás e Combustível
61	PFRM3	Profarma Dist. de Prod. Farmacêuticos	Consumo não Cíclico
62	PLAS3	Plascar Participações Industriais	Bens Industriais
63	PMAM3	Paranapanema	Materiais Básicos
64	POMO4	Marcopolo	Bens Industriais
65	POSI3	Positivo Informática	Tecnologia da Informação
66	PRML3	Prumo Logística	Construção e Transporte
67	PRVI3	Cia. Providência Ind. e Comércio	Consumo não Cíclico
68	PTBL3	Portobello	Construção e Transporte
69	PTNT4	Pettenati Ind. Têxtil	Consumo Cíclico
70	RANI4	Celulose Irani	Materiais Básicos
71	RAPT4	Randon Participações	Bens Industriais
72	RNEW11	Renova Energia	Utilidade Pública
73	RSID3	Rossi Residencial	Construção e Transporte
74	SGPS3	Springs Global Participações	Consumo Cíclico
75	SHUL4	Schulz	Bens Industriais
76	SLCE3	SLC Agrícola	Consumo não Cíclico
77	SPRI5	Springer	Consumo Cíclico
78	SUZB5	Suzano Papel e Celulose	Materiais Básicos
79	TAE11	Transm. Aliança de En. Elétrica	Utilidade Pública

80	TEMP3	Tempo Participações	Consumo não Cíclico
81	TGMA3	Tegma Gestão Logística	Construção e Transporte
82	TIMP3	Tim Participações	Telecomunicações
83	TRIS3	Trisul	Construção e Transporte
84	VALE5	Vale	Materiais Básicos
85	VIVT4	Telefonica Brasil	Telecomunicações
86	VULC3	Vulcabras Azaleia	Consumo Cíclico
87	WEGE3	Weg	Bens Industriais
88	WHRL4	Whirlpool	Consumo Cíclico